

ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД
УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

На правах рукопису

ЩЕРБИНА ТЕТЯНА ВОЛОДИМИРІВНА

УДК [336.74 : 336.77] (043.5)

ПЕРЕДАВАЛЬНИЙ МЕХАНІЗМ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ У
ВІДКРИТІЙ ЕКОНОМІЦІ

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук

Науковий керівник:
доктор економічних наук, професор
Макаренко Михайло Ілліч



Суми – 2011

ЗМІСТ

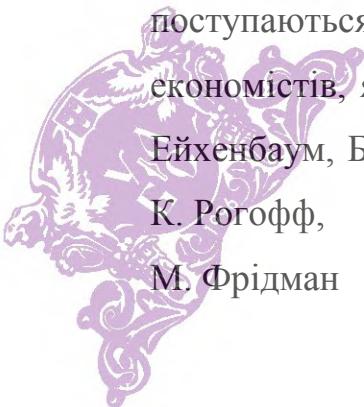
ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ТА ДІЇ ПЕРЕДАВАЛЬНОГО МЕХАНІЗМУ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ.....	11
1.1. Монетарна трансмісія у системі грошово-кредитної політики	26
1.2. Теоретичні підходи до визначення сутності та структури механізму монетарної трансмісії.....	11
1.3. Поточковий підхід як теоретичний базис для визначення сутності та структури механізму монетарної трансмісії.....	42
РОЗДІЛ 2. МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО СТРУКТУРИЗАЦІЇ ПЕРЕДАВАЛЬНОГО МЕХАНІЗМУ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ У ВІДКРИТІЙ ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ.....	63
2.1. Передумови ефективного функціонування каналів передавального механізму грошово-кредитної політики	63
2.2. Канали передавального механізму монетарної політики у відкритій економіці	80
2.3. Функціонування трансмісійного механізму монетарної політики в економіці України	115
РОЗДІЛ 3. ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ ПЕРЕДАВАЛЬНОГО МЕХАНІЗМУ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ У ВІДКРИТІЙ ЕКОНОМІЦІ	137
3.1. Напрямки вдосконалення роботи каналів трансмісійного механізму монетарної політики у відкритій економіці	137
3.2. Взаємозв'язки між каналами передавального механізму монетарної політики у відкритій економіці.....	158
ВИСНОВКИ.....	175
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	180
ДОДАТКИ.....	175202



ВСТУП

Актуальність теми. Проблематика побудови реалістичної моделі трансмісійного механізму є ключовою для будь-якого центрального банку, оскільки саме адекватність зв'язку монетарних та реальних макроекономічних змінних визначає межі впливу грошово-кредитної політики на економічне зростання та ділову активність. Особливого значення дане питання набуває в умовах поступової інтеграції економіки країни до міжнародного середовища, але існування історичних особливостей у розвитку економічних систем кожної окремої країни, відмінності у політичних стратегіях та устроях, у рівнях економічного розвитку, а також нещодавня світова фінансова криза значно ускладнюють дані процеси. Зміна монетарного режиму зумовлює формування нових операційних цілей грошово-кредитного регулювання, і, відповідно, удосконалення існуючих інструментів монетарної політики. Запорукою стабільності функціонування економіки при цьому виступає вичерпне розуміння усіх взаємозв'язків та принципів вітчизняного передавального механізму монетарної політики. Важливою при цьому є безпека використання такого механізму, адже поряд із безперечними перевагами глобалізаційні процеси роблять економіку більш чутливою та уразливою до зовнішніх економічних та політичних шоків.

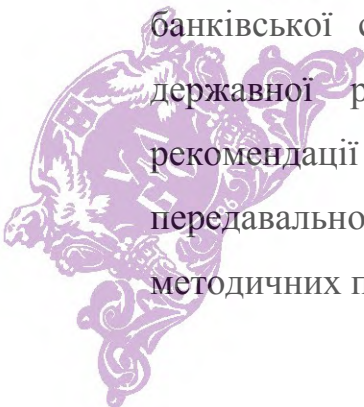
Проблематиці вивчення трансмісійного механізму грошово-кредитної політики у сучасній науковій літературі присвячена велика кількість праць як зарубіжних, так і вітчизняних вчених, хоча слід зазначити, що ступінь та глибина дослідження даної тематики у постсоціалістичних країнах значно поступаються західним. Серед зарубіжних слід виділити роботи таких економістів, як С. Цечетті, Б. Бернарке, А. Бліндер, С. Герлах, К. Аванс, М. Ейхенбаум, Б. Бернанке, Дж. Кейнс, К. Крістіано, Б. Маккаллум, Ф. Мишкін, К. Рогофф, Т. Сарджент, К. Сімс, Дж. Тейлор, Д. Торнтон, А. Філіпс, М. Фрідман та ін. Серед російських вчених вивченням теоретичних та



практичних аспектів функціонування передавального механізму грошово-кредитної політики займались О. Беленька, К. Корищенко, С. Моїсєєв, Р. Нурєєв. Вітчизняні розробки у цій області належать А. Гальчинському, В. Гейцю, Н. Гребеник, А. Гриценку, І. Гуцалу, О. Дзюблюку, Т. Кричевській, В. Лепушинському, В. Лисицькому, С. Ніколайчуку, М. Савлуку, В. Стельмаху, А. Чухно, О. Шарову та іншим.

При цьому слід зазначити, що до розуміння економічного змісту процесу передачі монетарних імпульсів не сформувалося єдиного підходу, як і до кількості і структури каналів передачі монетарних імпульсів. Крім того особливістю передавального механізму монетарної політики у відкритих економіках, і особливо в економіках, що розвиваються, є мінливість таких зв'язків, що вимагає перегляду уявлень про їх дію. У той же час невіршеними залишаються такі частини проблеми, як підвищення ефективності дії трансмісійного механізму, визначення чинників, які можуть виступати як індикатори його роботи, виявлення особливостей та специфіки каналів, які набули найбільшого розвитку у національній економіці з метою удосконалення їх дії та розробки відповідного грошово-кредитного інструментарію. Все це обумовило вибір теми дисертаційного дослідження, його мету та завдання.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Обраний напрямок дисертаційного дослідження є складовою науково-дослідних тем і розробок, над якими працюють фахівці ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України». Зокрема: «Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів» (номер державної реєстрації 0109U006782); «Розвиток механізму функціонування банківської системи України під впливом іноземного капіталу» (номер державної реєстрації 0107U012112). До звітів за темами включені рекомендації автора відносно підвищення ефективності функціонування передавального механізму грошово-кредитної політики, зроблені на базі методичних підходів, які були запропоновані у дисертаційному дослідженні.



Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є удосконалення методичних підходів до аналізу макроекономічних зв'язків, які опосередковують роботу передавального механізму монетарної політики у відкритій економіці, а також розробка рекомендацій щодо підвищення ефективності функціонування його каналів. Досягнення поставленої у дослідженні мети передбачає вирішення наступних завдань:

- визначити місце передавального механізму у структурі монетарної політики;
- узагальнити підходи до розуміння сутності монетарної трансмісії та структури каналів передавального механізму;
- розкрити зміст явища передачі грошових імпульсів та структуру каналів трансмісійного механізму, використовуючи підхід, який базується на розумінні їх потокової природи;
- визначити передумови ефективного функціонування каналів передавального механізму грошово-кредитної політики;
- запропонувати методичні підходи до дослідження функціонування каналів трансмісійного механізму монетарної політики у відкритій економіці;
- проаналізувати ефективність дії каналів передавання монетарних імпульсів у трансмісійному механізмі грошово-кредитної політики в Україні;
- дослідити міжканальні взаємозв'язки у передавальному механізмі грошово-кредитної політики в рамках однієї країни та на міжнародному рівні;
- запропонувати практичні рекомендації щодо напрямків подальшого вдосконалення роботи каналів грошово-кредитної трансмісії з метою розбудови адекватної моделі передавального механізму монетарної політики.

Об'єктом дослідження є процес формування та реалізації грошово-кредитної політики центрального банку залежно від ефективності її передавального механізму.



Предметом дисертаційного дослідження виступає передавальний механізм грошово-кредитної політики у відкритій економіці України як базис для здійснення ефективної грошово-кредитної політики та підвищення результативності використання її інструментів.

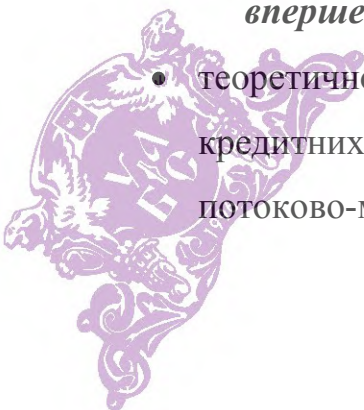
Методи дослідження. У дослідженні використовувалися методи наукового пізнання, які включають наукову абстракцію (наприклад, при визначенні поняття передавального механізму монетарної політики), історичний та логічний методи (при розгляді еволюції поглядів на сутність та структуру механізму монетарної трансмісії), системний підхід (при розбудові потоково-модульної моделі передачі грошово-кредитних імпульсів та поточкових взаємодій суб'єктів економіки та дослідженні міжканальних взаємозв'язків), а також аналіз і синтез та математичні і статистичні методи (зокрема, для моделювання дії каналів передачі грошово-кредитних імпульсів застосовувалися методи регресійного аналізу та інструментарій підходу векторних авторегресій).

Інформаційна база дослідження охоплює: нормативні та нормативно-правові акти із питань функціонування та регулювання фінансового ринку, аналітичні, статистичні та довідкові матеріали світових фінансових організацій, зокрема, Організації економічного співробітництва та розвитку, Європейського банку реконструкції та розвитку, МВФ, а також центральних банків різних країн світу; зарубіжні та вітчизняні періодичні публікації, посібники, монографії, автореферати дисертаційних досліджень, а також статистичні дані Держкомстату та НБУ.

Наукова новизна одержаних результатів.

вперше:

- теоретично обґрунтовано та побудовано модель передачі грошово-кредитних імпульсів із врахуванням потокової природи явища на основі потоково-модульного підходу до формування передавального механізму



грошово-кредитної політики, що надасть можливість виявляти специфічні риси дії каналів монетарної трансмісії в економіці;

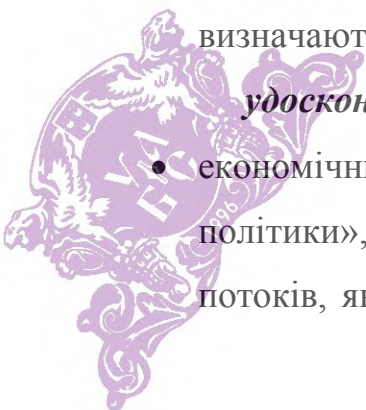
- обґрунтовано та змодельовано залежність між процентним та кредитним каналами передачі монетарних імпульсів, що доводить існування міжканальних взаємозв'язків у передавальному механізмі як на національному, так і міжнародному рівнях, та дозволяє вдосконалити процес формування процентної політики комерційних банків;

набули подальшого розвитку:

- визначення поняття «комунікаційна політика центрального банку», під яким запропоновано розуміти систему заходів щодо взаємодії центрального банку з комерційними банками та іншими суб'єктами економіки, які направлені на підвищення ступеня поінформованості суб'єктів щодо стану та перспектив розвитку грошово-кредитної сфери, підвищення рівня довіри до заходів грошово-кредитної політики та формування позитивного іміджу влади. Запропоноване поняття враховує особливості завдань та функцій центрального банку, який на відміну від комерційних не ставить за мету отримання прибутку від своєї діяльності;
- науково-методичний підхід до дослідження передавального механізму грошово-кредитної політики на основі побудови ряду VAR-моделей за рахунок включення додаткового етапу, на якому відбувається вплив центрального банку на первинні фінансові умови функціонування банківської системи, та проведення потоково-модульного аналізу функціонування каналів монетарної трансмісії, що на відміну від існуючих підходів дозволяє визначити їх особливості та дослідити окремі макроекономічні взаємозв'язки між ключовими змінними, що їх визначають;

удосконалено:

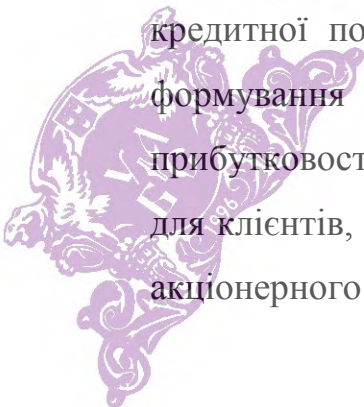
- економічний зміст поняття «трансмісійний механізм монетарної політики», під яким запропоновано розуміти сукупність фінансових потоків, які визначають структуру зв'язків між ключовими змінними, та



змінюються під впливом інструментів грошово-кредитного регулювання. На відміну від існуючих підходів таке визначення враховує потокову природу явища передачі монетарних імпульсів, оскільки саме через фінансові потоки відбувається взаємодія економічних суб'єктів;

- систематизація передумов функціонування економічного середовища, які впливають на результативність роботи каналів передавального механізму грошово-кредитної політики та визначають особливості їх дії в умовах відкритої економіки;
- теоретичні засади формування комунікаційної стратегії центрального банку в частині визначення її складових. В результаті аналізу ступеня відкритості комунікаційної політики запропоновано заходи з її вдосконалення, реалізація яких дозволить підвищити прозорість монетарної політики до оптимального у сучасних умовах рівня.

Практичне значення одержаних результатів Наукові результати дисертаційної роботи знайшли практичне застосування в роботі окремих установ, що підтверджується відповідними актами та довідками. Пропозиції щодо визначення складових механізму комунікаційної політики для удосконалення реалізації інформативної функції та рекомендації щодо можливих напрямів реалізації комунікаційної політики, включаючи публікацію прогнозних значень ключових параметрів фінансового середовища та аналізу виконання попередніх прогнозів у тій частині, що знаходиться під прямим впливом заходів грошово-кредитного регулювання, знайшли застосування в діяльності Територіального управління НБУ в Сумській області (довідка від 24.01.2011 № 12-012/328). Результати дослідження, що стосуються взаємозв'язку між каналами передавального механізму грошово-кредитної політики, зокрема у частині, де розглядається ефективність та формування процентної політики банку, можливість регулювання прибутковості депозитно-кредитних операцій із врахуванням їх дохідності для клієнтів, прийнято до впровадження в практичній діяльності Публічного акціонерного товариства «Акціонерний комерційний промислово-



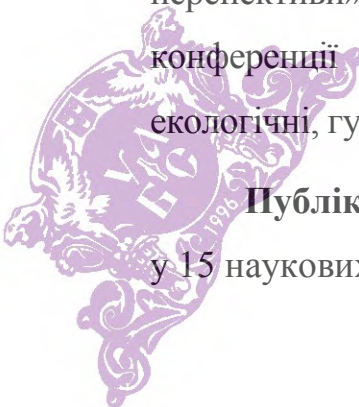
інвестиційний банк» (довідка від 25.01.2011 № 01-01). Рекомендації щодо необхідності врахування взаємозв'язку між процентними ставками і обсягами кредитування для удосконалення механізмів управління банком впроваджені у практичну діяльність ВАТ «Ощадбанк» (довідка від 11.01.2011 № 01-14/3).

Одержані автором результати наукового дослідження використовуються в процесі викладання навчальної дисципліни «Грошово-кредитні системи зарубіжних країн» (акт про впровадження у навчальний процес ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України» від 11.01.2011).

Особистий внесок здобувача. Результати наукового дослідження, які викладені у дисертаційній роботі, отримані автором особисто. Наукові публікації у своїй більшості виконані без співавторства та відображають основні положення даного дослідження.

Апробація результатів дисертації. Основні положення та результати досліджень були подані до розгляду та обговорення на Всеукраїнській науково-практичній конференції «Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України» (м. Суми, 2006 р., 2007 р.); II Міжнародній науково-практичній конференції «Міжнародна банківська конкуренція: теорія та практика» (м. Суми, 2007 р.); Вс еукраїнській науково-практичній конференції студентів і молодих вчених «Реструктуризація розвитку фінансового ринку в Україні: філософія, стратегія, тактика» (м. Київ, 2007 р.); IV Всеукраїнській науково-практичній конференції аспірантів та молодих вчених «Розвиток фінансово-кредитної системи України: здобутки, проблеми, перспективи» (м. Львів, 2008 р.); IV Міжнародній науково-практичній Інтернет-конференції «Розвиток України в XXI столітті: економічні, соціальні, екологічні, гуманітарні та правові проблеми» (м. Тернопіль, 2009 р.).

Публікації. Основні положення дисертаційного дослідження подано у 15 наукових публікаціях загальним обсягом 6,41 друк. арк., з яких особисто



автору належить 4,22 друк. арк. З них 3 монографії (у співавторстві) та 5 статей у наукових фахових виданнях.

Обсяг і структура роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел із 202 найменувань і додатків. Повний обсяг роботи – 205 сторінок друкованого тексту, у т. ч. на 56 сторінках розміщено 10 таблиць та 68 рисунків.



Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

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

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ФОРМУВАННЯ ТА ДІЇ ПЕРЕДАВАЛЬНОГО МЕХАНІЗМУ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ

1.1. Монетарна трансмісія у структурі грошово-кредитної політики

Грошово-кредитна політика виступає одним із найбільш вагомих засобів регулювання фінансового ринку. Зрозуміло, що як і політика держави у будь-якій іншій сфері вона повинна відповідати основним макроекономічним цілям: забезпечити оптимальний темп економічного розвитку на тлі невисоких та стабільних темпів інфляції та одночасно – максимальну зайнятість населення. З цієї точки зору, можемо визначити грошово-кредитну політику як інструмент державного регулювання, спрямований на збалансування стану та розвитку фінансового ринку за допомогою використання монетарних важелів впливу.

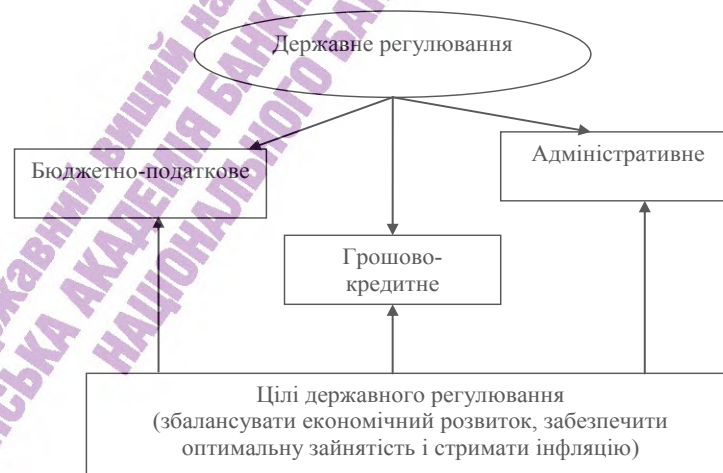


Рис. 1.4. Місце грошово-кредитної політики у загальній економічній політиці країни

Державне регулювання економіки здійснюється в основному через 3 канали впливу: бюджетно-податковий, адміністративний та грошово-кредитний (рис. 1.4).

Виходячи із наведеної концепції поглянемо на монетарну політику як

на певний регуляторний механізм та виділимо його складові (рис. 1.5).

В основі будь-якого механізму перш за все лежить мета, із якою він реалізується. Отже, однією із основних складових Грошово-кредитної політики є дерево цілей. Воно включає в себе як стратегічні завдання (загальні на державному рівні, а також монетарні стратегії та орієнтири) так і середньо- та короткострокові. Проміжні цілі стосуються, як правило, змін у ключових економічних процесах, які допомагають досягати стратегічних орієнтирів.

Інституційною основою виступає грошовий ринок та банківська система, через які здійснюється безпосередній вплив на фінансову систему.

Суб'єктом грошово-кредитної політики є держава, яка регулює цю сферу через свої представницькі органи – Центральний банк і відповідні урядові структури – міністерства фінансів чи скарбниці, органи нагляду за діяльністю банків і контролю за грошовим обігом, інституції зі страхування депозитів. а також інші установи.

Об'єктами прямого впливу є суб'єкти фінансової системи країни, через яких і здійснюється регулювання розвитку фінансового сектору.

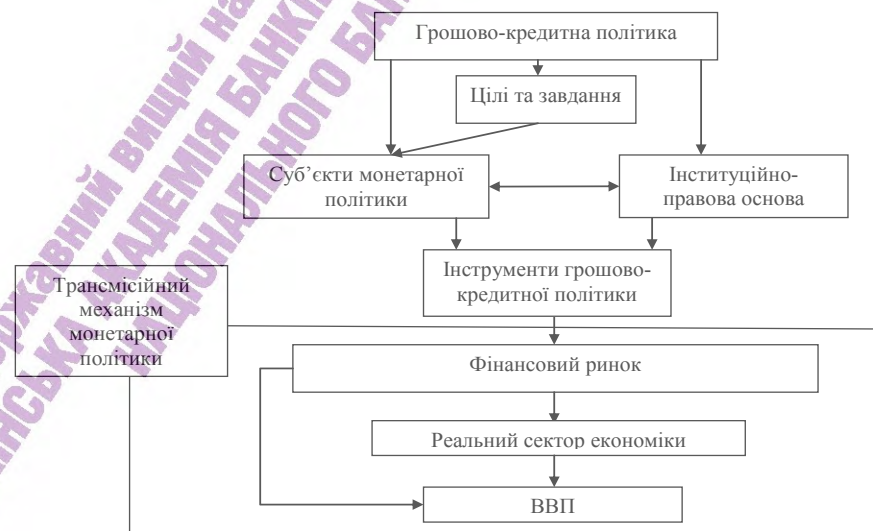


Рис. 1.5. Грошово-кредитна політика як механізм впливу

Можливість ефективного реалізації основних завдань, аргументованих монетарною політикою, визначається напрацьованим інструментарієм управління грошовим обігом і кредитного регулювання. Теорія та практика відрізняють дві групи інструментів, за допомогою яких здійснюється

необхідний комплекс заходів в реалізації головних цілей монетарної політики. Йдеться про інструменти прямого та опосередкованого впливу на основні параметри грошового обігу.

До найважливіших засобів першої групи можна віднести:

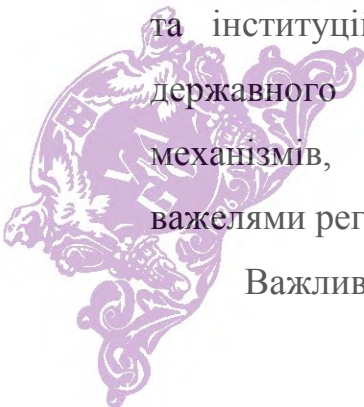
- встановлення обмежень щодо обсягів кредитів Центрального банку, які надаються урядові та банківським установам;
- пряме регулювання позичкових операцій банків, визначення маржі, а також верхньої межі вартості кредитних ресурсів [21].

Застосування методів прямого регулювання обсягів і структури грошового обігу було найбільш розповсюджене у країнах з перехідною економікою, де механізми опосередкованого впливу на способи реалізації монетарної політики ще не набули достатнього розвитку. Важливо, що тривале застосування інструментів прямого регулювання основних параметрів грошового обігу значно впливає на їх ефективність, яка з часом стає все меншою.

Система опосередкованого регулювання грошового обігу є елементом економічних методів державного управління. Вона охоплює три класичні за змістом механізми монетарної політики. Це, по-перше, здійснення операцій на відкритому ринку; по-друге, регулювання норми банківських резервів; по-третє, регулювання облікової ставки відсотка на позики, що надаються Центральним банком. Кожен із зазначених механізмів має набір власних інструментів, які постійно вдосконалюються.

На початкових етапах реформування перехідних економік, засоби фіскальної та монетарної політики виявляються не дуже ефективними, пріоритетне значення мають адміністративні засоби регулювання економіки та інституційна реформа. Але із реформуванням економіки масштаби державного втручання зменшуються, збільшується роль ринкових механізмів, залишаючи фіскальну та монетарну політику головними важелями регулювання економіки держави.

Важливою складовою будь-якої ринкової економіки є фондовий ринок.

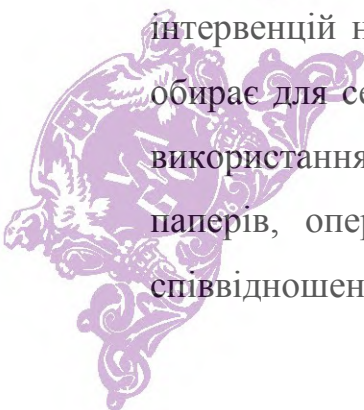


Державні цінні папери, які перебувають в обігу, відіграють важливу роль у його структурі. Практично в усіх розвинених країнах становлення та розвиток фондових ринків починалися з випуску державних цінних паперів. І процес розбудови основних елементів інфраструктури фондового ринку та його механізмів відбувався, спираючись на їх обіг. Ще одним важливим процесом було формування відповідного психологічного ставлення та довіри до використання нових фінансових інструментів [38].

Поряд із функцією обслуговування державного боргу ринок державних зобов'язань виступає одним із визначальних важелів монетарної політики, виконуючи функцію грошово-кредитного регулювання економіки, яка реалізується через здійснення операцій на відкритому ринку.

Операції на відкритому ринку – це один із найвагоміших інструментів контролю грошової пропозиції, який стосується купівлі та продажу державних облігацій комерційним банкам та населенню в цілому. Цей механізм монетарної політики ще іноді називають «інструментом тонкого настроювання», оскільки для нього характерний високий ступінь гнучкості – ОВДП можна продавати та купувати у різній кількості, залежно від встановлених цілей, адже його вплив на резерви банку здійснюється достатньо швидко. Крім того його дія у порівнянні із зміною резервних вимог більш опосередкована, а отже, регулювання кількості грошей відбувається гармонійніше та має менше негативних наслідків.

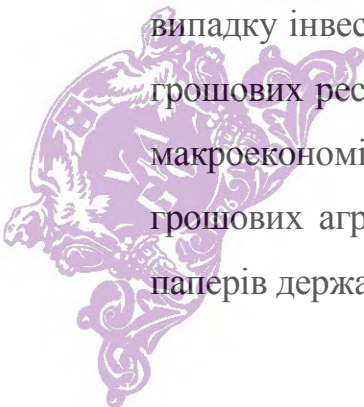
Політика відкритого ринку – це орієнтований на гнучке регулювання процентних ставок ринковий метод. Вона може гармонійно поєднуватися з використанням «реальної» процентної ставки як індикатору грошово-кредитної політики, а також з успіхом включатися до традиційних методів інтервенцій на грошовому ринку із боку Центрального банку, який завжди обирає для себе у якості орієнтира процентну ставку. Умовою ефективного використання даного методу є наявність у країні діючого ринку цінних паперів, операції з якими дозволять Центральному банку впливати на співвідношення попиту та пропозиції на грошовому ринку, а отже і на



потенційну здатність комерційних банків надавати кредити.

Центральний банк виконує регулюючу функцію, яка полягає в тому, що він за своєю ініціативою скуповує або продає банкам другої ланки цінні папери, комерційні векселі, державні облігації та ін. За допомогою продажу цінних паперів вилучається вільний капітал, що відповідно скорочує кредитоспроможність банківського сектору та створює можливість регулювання пропозиції кредитних коштів. І навпаки при скуповуванні цінних паперів виникає приплив додаткових ресурсів, розширюються кредитні можливості комерційних банків, виникають сприятливі умови для кредитної експансії. В обох випадках зміни у кон'юктурі ринку позичкових ресурсів діють на процентну ставку грошового ринку, рух якої співпадає із напрямом діючої грошово-кредитної політики [95].

Визначена ринком ставка відсотку по цінних паперах держави є орієнтиром ринкового відсотка для інших (приватних і корпоративних) інструментів фінансового і грошового ринку (ставка відсотка по короткострокових скарбничих білетах, з огляду на їхню високу надійність, як правило, служить відправним пунктом для порівняння відсотка інших типів фондових цінностей). Як зазначалося вище, ефективне використання операцій з купівлі-продажу цінних паперів з метою регулювання грошового обігу і проведення на цих засадах активної монетарної політики потребує досить високого ступеня розвитку фондового ринку. Вплив таких операцій монетарної влади на кількісні параметри грошового обігу спирається на ефект витіснення, коли вільні (касові) залишки грошей населення та юридичних осіб, сформовані завдяки спекулятивному мотивові заощаджень, переорієнтовуються з приватних ринків цінних паперів на ринки державних зобов'язань. У цьому випадку інвестор, прагнучи отримати максимальний доход від належних йому грошових ресурсів, віддає переваги фондовому ринку держави. Зрозуміло, що макроекономічні наслідки ефекту витіснення, його реальний вплив на динаміку грошових агрегатів можливі лише за наявності високої частки ринку цінних паперів держави у загальній структурі фондових операцій [53].



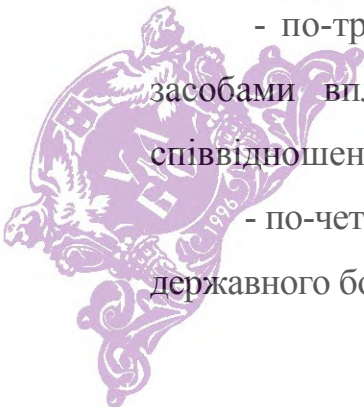
За умови вправного використання політика відкритого ринку може слугувати найбільш гнучким та потужним інструментом грошово-кредитної політики розвинених країн. Сьогодні така практика стала домінуючим важелем впливу центрального банку на грошово-кредитний сектор [148].

Ефективність функціонування ринку державних цінних паперів у великій мірі залежить від наявності гарантій високого рівня ліквідності фондових активів. Це досягається завдяки реалізації наступних чинників:

- гарантії стабільного відсотка;
- застосування інструментарію, що дозволяє надати фондовим паперам держави антиінфляційного імунітету;
- законодавчі обмеження при затвердженні парламентом бюджету верхньої межі обсягу державного боргу;
- запровадження податкових пільг, якими користуються фізичні та юридичні особи при інвестуванні своїх фінансових ресурсів у цінні папери держави (у деяких країнах зазначена частка доходів не оподатковується);
- високий рівень інформативного забезпечення учасників ринку державних цінних паперів [10].

Використання операцій на відкритому ринку у якості інструмента впливу дає можливість вирішення цілого комплексу проблем грошово-кредитної політики:

- по-перше, фінансування державних витрат за рахунок зміни обсягів пропозиції грошей;
- по-друге, надання суб'єктам ринкової економіки високо надійних і високоліквідних інструментів для тимчасового розміщення власних фінансових ресурсів;
- по-третє, надання можливості Центральному банкові економічними засобами впливати не лише на попит і пропозицію грошей, а й на співвідношення їх структурних агрегатів - агрегату M1 та агрегатів M2 і M3;
- по-четверте, визначення засобами ринкового механізму реальної вартості державного боргу, а значить - і цінних паперів, що його обслуговують [30].

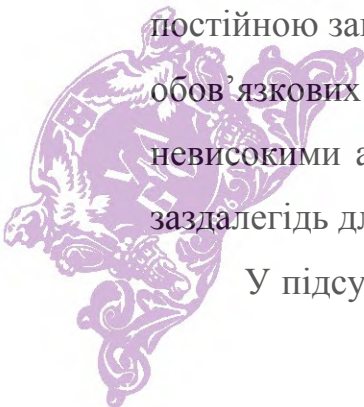


Рефінансування центральним банком проводиться тільки тоді, коли банки другого рівню його потребують. Політика обов'язкових резервів забезпечує уникнення надвисокої ліквідності банків, що є необхідним при проведенні рефінансування. Її мета – посилити залежність кредитних установ від рефінансування із боку центрального банку та посилити здатність останнього контролювати кількість базових грошей [1]. Норма обов'язкового резерву дає можливість Центральному банку впливати через грошовий мультиплікатор на кредитоспроможність комерційних банків, в т.ч. на розміри кредитної мультиплікації. Відповідно до цього інституційне регулювання рівня обов'язкових резервів розглядається теорією та практикою грошей як один із найдієвіших механізмів монетарної політики.

Вказаний механізм досить простий за змістом. Змінюючи норму обов'язкового резерву, Центральний банк безпосередньо впливає на пропозицію грошей та банківського кредиту. Якщо зменшується норма обов'язкового резерву, комерційні банки отримують можливість збільшити ліквідність своїх активів і вдатися через додаткове кредитування до емісії нових грошей. Коли норма резерву підвищується, ці можливості звужуються. Внаслідок того, що лише незначна частина всіх активів комерційних банків знаходиться у формі готівки, зміна норми резерву на певну величину може привести до багаторазового збільшення чи зменшення пасивів банківської системи.

Наслідки зміни норм обов'язкових резервів неоднозначні. Багаторазове використання даного інструменту може різко змінити показники ліквідності банківської системи та призвести до значних порушень фінансової рівноваги економіки. Відповідно, невміле використання даного важелю може стати постійною загрозою економічній стабільності країни. Саме тому зміни норми обов'язкових резервів, виключаючи періоди криз, характеризуються невисокими амплітудами, крім того про її зміни, як правило, повідомляють заздалегідь для уникнення паніки.

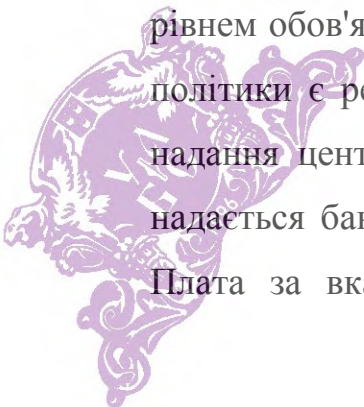
У підсумку політика обов'язкових резервів посилює роль центрального



банку у рефінансуванні системи, а також впливає на фінансові результати діяльності банків. Зарезервовані кошти блокуються на поточних рахунках у центральному банку. Вони створюють ту частину активів комерційних банків, яка не принесе прибутків, але одночасно і відповідають вкладам клієнтів, а отже, вимагають витрат на управління ними. Така стерилізація частини потенційних кредитних ресурсів позичкового капіталу у вигляді резервів не безкоштовна та створює певне фінансове навантаження на комерційні банки. Тобто підвищення норми резервування призведе не тільки до зниження ліквідності банківської системи, але і до зменшення її рентабельності (та навпаки, якщо мова іде про зниження резервів). Вартість, яка не приносить прибутку, перестає розглядатися банком як капітал. У цьому сенсі цей інструмент грошово-кредитного регулювання набирає характеру фінансової санкції [52]. Це своєрідний додатковий податок на комерційні банки. У зв'язку з цим у багатьох країнах рішення про відповідні зміни банківського резерву приймаються у вигляді законодавчих норм. Диференційовані ставки обов'язкових мінімальних резервів було встановлено 1993 р. і для комерційних банків України. Розміри зазначених резервів визначались у вигляді відсотка від суми залучених коштів залежно від джерел їх формування за такими нормативами:

- кошти державних і позабюджетних фондів, включно з переданими на баланс банків за окремими фінансовими угодами - 60 %
- кошти місцевих бюджетів і державних страхових організацій - 40 %
- кошти на розрахункових і поточних рахунках юридичних осіб - 25 %
- вклади населення й депозити, залучені на строк до 6 місяців - 20 % [26].

Поряд із здійсненням операцій на відкритому ринку та управлінням рівнем обов'язкових резервів, винятково важливим інструментом монетарної політики є регулювання облікової ставки відсотка, яка формується на базі надання центральними банками позичок кредитним банкам. Такий кредит надається банкам, що зіткнулися з тимчасовими фінансовими труднощами. Плата за вказані кредити виступає у формі облікової ставки відсотка.



Регулювання облікової ставки відсотка використовується як засіб неадміністративного впливу на масу грошей, що знаходиться в обігу. Механізм такого впливу близький за змістом до механізму здійснення операцій на відкритому ринку. Коли комерційний банк бере в Центральному банку позику, він виписує на себе боргове зобов'язання, яке за чинною практикою гарантується не резервною позицією своїх активів, а державними цінними паперами, що знаходяться в його розпорядженні. Внаслідок цього отримана позика повністю використовується як надлишковий резерв. Це надає банкові-боржникові можливість відкривати додаткові кредитні рахунки населенню та юридичним суб'єктам у повному обсязі без відповідного забезпечення резервної позиції.

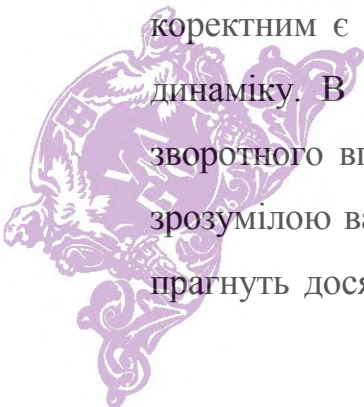
Що ж до облікової ставки, то вона в такому разі відіграє опосередковану функцію – визначає вартість отриманих коштів. Якщо облікова ставка відсотка знижується, то в комерційного банка виникає зацікавленість в отриманні додаткових сум таких кредитів, і навпаки. Відповідно через зміну облікової ставки збільшується або зменшується на грошовому ринку пропозиція кредитних ресурсів. Важливо брати до уваги й те, що з урахуванням змін у позиції надлишкового резерву вказана динаміка реалізується через механізм кредитного мультиплікатора. Практикою грошової політики доведено, що зміни облікової ставки, як і банківської норми обов'язкового резерву, здійснюються відповідно до розвитку окремих фаз економічного циклу. Вона підвищується в періоди економічного росту і лишається незмінною в періоди депресії та спаду. Тому виникає проблема "запізнь" у здійсненні необхідних корекцій облікової ставки. Це пояснюється недостатньою визначеністю початкових етапів фаз економічного циклу та іншими об'єктивними й суб'єктивними чинниками. У багатьох країнах з перехідною економікою, в т.ч. і в Україні, управлінські структури віддають перевагу політиці низьких фіксованих ставок банківського відсотка. Така політика мотивується наступними аргументами: намаганням стимулювати рівень інвестицій; здійсненням вибіркового кредитування пріоритетних галузей економіки за



низького нормою відсотка; бажанням знизити інфляційні процеси тощо.

Поряд із регулюванням облікової ставки в країнах із недостатнім рівнем розвитку ринкових механізмів застосовується система директивного управління нормою відсотка на позики, що надаються комерційними банками та небанківськими кредитними установами. Значення ефективного використання цього інструмента має розглядатись у двох аспектах. З одного боку, банківський відсоток безпосередньо впливає на розвиток ділової та економічної активності. Від його рівня залежить попит на інвестиційні ресурси та їх пропозиція, рішення суб'єктів економічної діяльності щодо визначення пропорцій між споживанням і збереженням. Під його впливом складається валютний курс, відбувається міграція капіталів між окремими країнами та інші макроекономічні процеси.

Інший аспект, що характеризує значення ефективного регулювання норми відсотка, пов'язаний з безпосереднім впливом його параметрів на структуру грошових агрегатів і на масу грошей, що знаходяться в обігу. Йдеться про ефект ліквідності: що нижча величина норми відсотка, то більше грошей залишається на руках у населення. При її збільшенні отримують протилежний результат. Існують і інші канали, що визначають вплив динаміки норми відсотка на головні параметри грошового обігу. Однак, як засвідчує теоретичний аналіз та реальна практика, зазначена політика звичайно не дає бажаних результатів. І це можна пояснити. Низька ставка відсотка скорочує обсяги заощаджень фінансових ресурсів і тому не лише не сприяє зростанню інвестицій, а й викликає протилежний ефект. Не виправдовує себе і вибіркоче кредитування, бо через ефект кредитного мультиплікатора відповідно спрямовані кредитні ресурси розпорозуються по всій економіці. Недостатньо коректним є твердження про безпосередній вплив норми відсотка на цінову динаміку. В цьому випадку слід враховувати ефект не лише прямого, а й зворотного впливу на процеси, що розглядаються. З урахуванням цього стає зрозумілою важливість визначення оптимального рівня ставки відсотка, якого прагнуть досягти засобами монетарної політики відповідні владні структури.

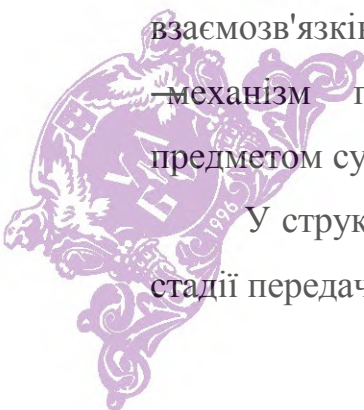


Мається на увазі досягнення: по-перше, позитивного рівня відсотка; по-друге, врахування його співвідношення з нормою прибутку на витрати інших чинників виробництва та обігу; по-третє, співвідношення дійсної норми відсотка з нормами відсотка країн, з якими здійснюються інтенсивні зовнішньоекономічні зв'язки. Ефективне поєднання механізмів грошово-кредитної політики дає змогу реалізувати її тактичні цілі. Цим визначенням знову ж таки підкреслюється структурна підпорядкованість усього комплексу цих механізмів макроекономічним завданням. Цільовою ж функцією монетарної політики тактичного порядку є забезпечення внутрішньої стабільності грошей. Така стабільність має пріоритетне значення у вирішенні всього комплексу макроекономічних завдань.

Розмаїття інструментів грошово-кредитної політики визначає актуальність проблеми їх дієвості. Найважливішою вимогою в цьому є забезпечення системності в застосуванні різних важелів монетарного регулювання, їх спрямування на досягнення взаємопов'язаних завдань грошової стабілізації. Не можна, водночас обмежувати пропозицію грошей і стримувати ріст норми відсотка. Це альтернативні важелі монетарного регулювання, застосування яких дає взаємовиключаючий ефект.

В управлінні грошовою пропозицією центральний банк виявляється «затиснутим між двома механізмами». Нижній рівень росту грошової маси обумовлений ростом економіки (реального й фінансового секторів), а верхній - припустимим рівнем інфляції. Однак визначити нижній і верхній рівень росту грошової маси, а також описати їхню зміну в часі з урахуванням реальних циклів економічної активності – досить складне завдання, яке можна значно полегшити за допомогою вивчення тимчасової структури взаємозв'язків ключових змінних. Така структура, що одержала назву «механізм грошової трансмісії», виступає широко розповсюдженим предметом сучасних теоретичних й емпіричних досліджень [86].

У структурі монетарної політики трансмісійний механізм з'являється на стадії передачі грошових імпульсів через інструменти від суб'єктів управління

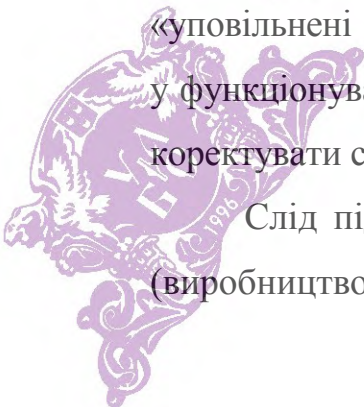


до фінансового ринку та далі – до реального сектору (Рис. 1.2).

Тривалий час у якості головної детермінанти макроекономічних змін, у тому числі і цін, економісти розглядали грошову масу, проте поступово грошове таргетування стало поступатися місцем прямому таргетуванню інфляції [28]. Із цієї причини сьогодні трансмісія грошово-кредитної політики визначається як механізм, за допомогою якого застосування інструментів центрального банку впливає на економіку в цілому й інфляцію зокрема.

Структура трансмісійного механізму складається з каналів, які являють собою своєрідні ланцюжки макроекономічних змінних, по яких передається імпульс змін, який генерується монетарною владою за допомогою інструментів грошово-кредитної політики. В економічній літературі немає єдності із приводу структури трансмісійного механізму й набору вхідних у нього каналів. Проте, можна виділити дві характерні риси, властиві всім теоріям трансмісії. Перша риса стосується здатності центрального банку регулювати пропозицію фінансових активів, по яких не існує субститутів, «зовнішніх грошей», як їх іноді називають. Проводячи операції на відкритому ринку, монетарні керуючі впливають на ліквідність банківської системи й процентні ставки, що дозволяє контролювати ціни на широкий спектр фінансових активів, як внутрішніх, так й іноземних. Друга загальна риса теорій трансмісії – так звані «якорі» у економіці держави, які перешкоджають моментальному коректуванню цін у відповідь на застосування тих чи інших інструментів. У якості основних таких «якорей» виступають «липкі» товарні ціни, негнучка заробітна плата й недоліки у функціонуванні фінансового сектора, що обмежують доступ домогосподарств на фінансові ринки країни. Головними причинами «липких» цін і негнучкої заробітної плати виступають неявні і явні контракти, «уповільнені витрати» й «перегин кривої попиту», а джерелом недосконалості у функціонуванні фінансового сектора – нездатність домогосподарств негайно коректувати структуру своїх заощаджень у відповідь на економічні шоки [56].

Слід підкреслити, що вплив монетарних змінних на реальний сектор (виробництво, зайнятість тощо) завжди опосередкований. Прямо дія ГКП



регулює тільки фінансовий сектор через монетарну владу – центральний банк (рис 1.6).

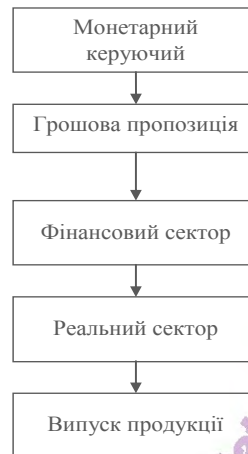


Рис. 1.6. Грошова трансмісія

Проте існує декілька факторів, що перешкоджають вивченню передавального механізму грошово-кредитної політики та роблять його проблематичним. Зокрема, серед них можна виділити існування часових проміжків (лагів) між моментом дії монетарного імпульсу та тим часом, коли його вплив стане помітним у реальному секторі та відобразиться на рівні цін. Їх практично неможливо спрогнозувати, а крім того вони можуть змінюватися із часом під впливом процесів, які відбуваються в оточуючому середовищі. Крім того грошово-кредитна політика не єдиний важіль впливу на економічну кон'юнктуру в цілому та рівень цін зокрема. Крім неї ще можна виділити такі важливі джерела змін як, наприклад, зовнішні шоки або технологічні та структурні зміни. Важливим також є розуміння того, що запровадження інституційних змін, новітніх технологій, а також поведінка економічних суб'єктів призводять до значних змін не лише у силі дії того чи іншого каналу, а взагалі структури трансмісійних механізмів країни.

Принципова важливість домінуючого механізму передачі грошових імпульсів в економіку обумовлена не тільки виробленням ефективного інструментарію грошового регулювання, але й постановкою кінцевої мети грошово-кредитної політики. Підсумки проведених досліджень режимів грошово-кредитної політики і їхньої еволюції в різних країнах показали, що вибір конкретної мети повинен здійснюватися з урахуванням особливостей

економіки й стадії її розвитку. Так, політика таргетування обмінних курсів застосовується переважно країнами, що розвиваються та з перехідною економікою (табл.1.2), у той час як грошове таргетування та таргетування інфляції використовується в основному розвиненими країнами й не завжди може бути успішно застосоване для перехідних економік [57]. Обґрунтуванням для такого вибору можуть служити сформовані макроекономічні пропорції, які виявляються на основі аналізу трансмісійних процесів.

Таблиця 1.2.

Напрямки монетарних стратегій у країнах з економікою, що розвивається

Країна	Режим валютного курсу	Режим монетарної політики	Діючі середньострокові цільові показники
Чеська республіка	Вільне плавання (з 26 травня 1997 р.)	Таргетування інфляції (з січня 1998 р.)	
Естонія	Валютна рада (євро)	Таргетування валютного курсу (з червня 1992 р.)	
Угорщина	Горизонтальний діапазон ($\pm 15\%$, євро)	Таргетування інфляції (з травня 2001 р.)	
Латвія	Прив'язка до СПЗ	Таргетування валютного курсу (з лютого 1994 р.)	
Литва	Валютна рада (євро)	Таргетування валютного курсу (з квітня 1994 р.)	
Болгарія	Валютна рада	Таргетування валютного курсу (з 1997 р.)	
Польща	Вільне плавання	Таргетування інфляції (з квітня 2000 р.)	
Словацька Республіка	Кероване плавання	Множинні цілі (з жовтня 1998 р.)	
Словенія	Кероване плавання	Таргетування М з	«Середньострокова побудова монетарної політики», листопад 2001 р. Середньорічний рівень інфляції 3-4% до кінця 2005 р.

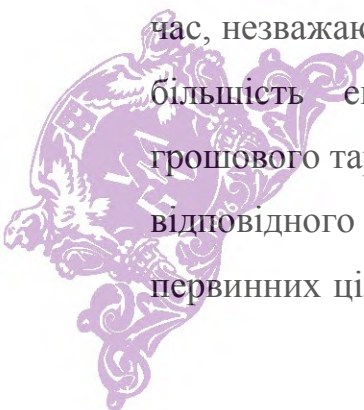
Джерело: [28].

На початку перехідного періоду, коли спостерігається швидка доларизація економіки при домінуванні імпорту в обсягах споживання, політика таргетування обмінного курсу може бути найкращим вибором для

країни. Результати досліджень Міжнародного валютного фонду свідчать, що така політика може зіграти істотну роль у скороченні інфляції, оскільки інфляційні ефекти девальвації внутрішньої валюти мають першорядне значення. На додаток до цього, режим фіксованого курсу, як затверджує М. Обстфельд, впливає на економіку – якщо грошова й фіскальна політики не будуть спрямовані на зниження інфляції, то буде рости реальний курс національної валюти, а виходить, скоротиться попит на товари внутрішнього виробництва й виросте попит на імпорт, що приведе до рецесії в країні [184].

Незважаючи на всі переваги, які дає політика фіксованого курсу на початковому етапі переходу до ринку, фіксування обмінного курсу в країні повинна бути тимчасовою мірою, що відповідає тільки початковому етапу переходу. При досягненні деякого ступеня макроекономічної стабільності змінний курс більш вигідний для економіки: він може служити індикатором політики й сигналом для коректування дій грошової й фіскальної політики. Крім того, більш рухливий курс сприяє управлінню припливом капіталу й виробленню способів хеджування валютних ризиків. Прив'язка курсу до якірної валюти приводить до росту грошового агрегату й більшої інфляції, що може загрожувати міцності фінансової системи й навіть її краху, оскільки припливи капіталу викликають ріст банківських депозитів і надлишковий ріст банківських кредитів.

Режим таргетування грошової пропозиції у своїх перевагах багато у чому схожий із політикою курсової фіксації. Плюси грошового таргетування, як і таргетування обмінного курсу, полягають у простоті й прозорості, сигнали щодо позицій грошової політики й намірів влади тримати інфляцію під контролем майже миттєво посилаються суб'єктам економіки. У той же час, незважаючи на очевидний успіх грошової стабілізації у багатьох країнах, більшість економістів ставить під сумнів успішність використання грошового таргетування у перехідних економіках, перед усім, по причинах не відповідного йому механізму грошової трансмісії. Для успішного досягнення первинних цілей необхідно, щоб у економіці існував надійний взаємозв'язок



між цільовою змінною (інфляцією) та таргетованим агрегатом. Проте, як показали М. Брок, К. Крайняк та Х. Лорі [158], усі перехідні економіки стикаються з проблемою нестабільного попиту на гроші, тому взаємозв'язок між грошовим агрегатом та інфляцією слабкий, та грошове таргетування виявляється неефективним режимом. Крім того, у дослідженнях МВФ стверджується, що в умовах помірної інфляції, яка зберігається, грошове таргетування миттєво призводить до високих витрат, пов'язаних зі зниженням економічної активності й різким зростанням процентних ставок. Якщо номінальна пропозиція грошей незмінна й при цьому ціни стабільні та стійкі до зниження, то реальна грошова пропозиція скорочується, що викликає збільшення процентних ставок і призводить до падіння випуску. Останнім часом все більша кількість країн переходить до політики прямого таргетування інфляції.

Інфляційне таргетування, як спосіб проведення грошової політики, стало поширеним із початку 1990-х рр. і використовувалося насамперед розвиненими країнами. У той же час, пряме інфляційне таргетування може бути успішним і для найбільш розвинених країн з перехідною економікою. Однак кінцевий висновок про можливість переходу до цього режиму можна зробити тільки на основі аналізу домінуючого механізму грошової трансмісії й ступеню контролю центральним банком цінових процесів в економіці.

1.2. Теоретичні підходи до визначення сутності та структури механізму монетарної трансмісії

Вплив грошово-кредитної політики на реальний випуск тривалий час піддавали сумніву, але М. Фрідмен разом із групою студентів Чиказького університету шляхом емпіричних досліджень дійшли інших висновків. Пізніше у 1963 р. разом із А. Шварц у роботі «Монетарна історія США за

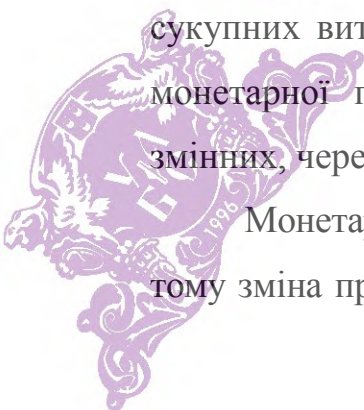


1867-1960 рр.» він довів, що діюча монетарна політика істотно пояснювала кризові явища 30-х років, оскільки була спрямована на обмеження кількості грошей в обороті. Таким чином було піднято проблему вивчення макроекономічних закономірностей, які пояснюють та забезпечують існування зв'язку між динамікою змін кількості грошей в економіці та реальним випуском. Сам М. Фрідмен у мемуарах зазначав, що «першим головним кроком контрреволюції грошової теорії є успішне повернення класичної кількісної теорії академічної респектабельності під непоказним словом «монетаризм»» [166].

Тим часом ранні кейнсіанці не визнавали впливу коливань грошової пропозиції на ціни протягом ділового циклу. Після виходу праці М. Фрідмана і А. Шварц існування зв'язку між стратегією монетарної політики та станом реального сектору було доведено, проте різкій критиці піддавався підхід монетаристів до процесу макроекономічного моделювання. Між прихильниками обох течій розв'язалася жорстка полеміка.

Якщо монетаристи розглядали економіку як так званий «чорний ящик», усередині якого відбуваються невідомі процеси, то кейнсіанці пропонували досліджувати вплив грошової пропозиції на економічну діяльність за допомогою структурних моделей, що відображають функціонування економіки у вигляді системи рівнянь, які відображують поведження фірм і споживачів у різних секторах національного господарства. Ці рівняння характеризують канали, по яких здійснюється вплив грошово-кредитної політики. Таким чином, у монетаристській теорії трансмісійний механізм як такий відсутній. Ефекти грошово-кредитної політики вивчаються шляхом перевірки тісноти зв'язку змін пропозиції грошей і валового випуску (або сукупних витрат) [89]. Тому і перше визначення трансмісійного механізму монетарної політики належить саме Кейнсу, який називав так систему змінних, через яку пропозиція грошей впливає на економічну активність.

Монетаристи вважали швидкість обігу грошей відносно стабільною, і тому зміна пропозиції грошей повинна прямо пропорційно впливати на обсяг



сукупного попиту незалежно від того, яку конкретну його складову вона зачіпає (споживчу чи інвестиційну). Для забезпечення стабільної кон'юнктури ринку достатнім буде підтримувати на стабільному рівні пропозицію (масу) грошей. Змінювати останню можна лише залежно від зміни потреб розвитку обсягів виробництва, а отже дуже виважено і передбачено. Тому передавальний механізм із погляду монетаристів можна трактувати так:

Зміна М → Зміна СП → Зміна Ц → Зміна ВВП,

де М — пропозиція грошей;

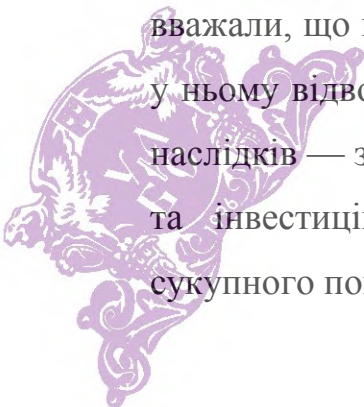
СП — сукупний попит;

Ц — середній рівень цін;

ВВП — реальний обсяг валового внутрішнього продукту.

Виходячи з такого розуміння передавального механізму М. Фрідман пропонував органам монетарного управління забезпечувати зміну пропозиції (маси) грошей у суворій відповідності до запланованої динаміки обсягів виробництва (грошове правило). Якщо обсяг ВВП, що склався, менший природного (потенційного) рівня, тобто є резерви для його зростання, то збільшення пропозиції грошей адекватно бажаному збільшенню ВВП само по собі забезпечить досягнення цієї мети. При такій грошово-кредитній політиці не повинно бути циклічних коливань кон'юнктури ринку, підприємницької активності та інфляції, відпаде потреба в різкій і непередбачуваній зміні пропозиції грошей задля згладжування кон'юнктурних коливань. Тобто проводити монетарну політику за таким передавальним механізмом можна за заздалегідь визначеними правилами, за дотримання яких повинні відповідати центральні банки.

Кейнсіанці заперечували тезу про незмінність швидкості обігу грошей і вважали, що передавальний механізм є значно складнішим. Вирішальна роль у ньому відводилася не зміні пропозиції грошей самій по собі, а одному з її наслідків — зміні процентної ставки, від якої залежить зміна норми прибутку та інвестиційного попиту агентів реального сектору, а отже, усього сукупного попиту [122].



Передавальний механізм із погляду кейнсіанців можна подати у такому вигляді:

Зміна $M \rightarrow$ Зміна $(i \rightarrow i \rightarrow) \rightarrow$ Зміна $\Pi \rightarrow$ Зміна $СП \rightarrow$ Зміна ВВП,

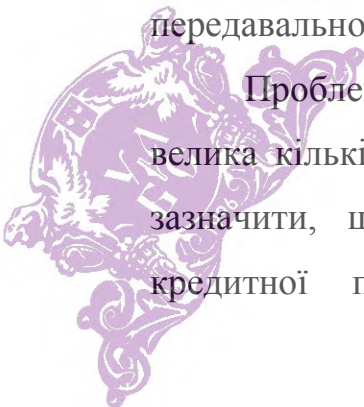
де i – процентні ставки,

Π – норма прибутку.

За рекомендаціями прихильників Кейнса необхідно швидко та рішуче реагувати на непередбачувані циклічні коливання ринкової кон'юнктури, змінюючи пропозицію грошей у протилежному напрямку, задля стабілізації економіки. Такі коливання із точки зору кейнсіанців є неминучими, адже сукупний попит створюється під впливом багатьох чинників, а не тільки пропозиції грошей. Таким чином, зміни у кількості грошей не можуть бути прогнозованими та повинні здійснюватися тоді, коли у цьому виникає потреба, а монетарна політика проводиться не «за правилами», а дискретно.

Обидва підходи мали свої докази та спростування, а також аргументи «про» та «контра». Тому подальші дослідження можна розділити на два напрямки: поглиблення аналізу на основі структурних моделей кейнсіанців та вдосконалення і розвиток монетаристських скорочених формальних моделей. Найвідомішими результатами цих досліджень стали модель MPS Модільяні та модель Сент-Луїса. Цікаво, що отримані за двома різними підходами результати розрахунку впливу пропозиції грошей на обсяг ВВП збігалися, що сприяло зближенню поглядів монетаристів та кейнсіанців на передавальний механізм. Хоча на практиці ФРС США для прогнозування ділової активності та побудови економічної політики країни віддало перевагу використанню моделі MPS, оскільки вона більш детально пояснювала канали монетарної трансмісії. Отже, сьогодні обидві течії визнають існування передавального механізму грошово-кредитної політики.

Проблематиці вивчення трансмісійного механізму сьогодні присвячена велика кількість праць як зарубіжних так і вітчизняних вчених, хоча слід зазначити, що ступінь вивченості передавального механізму грошово-кредитної політики у країнах постсоціалістичного табору значно



поступається західному. Вагомий внесок у цій області зробили такі вчені як С. Цечетті (1995), Ф. Мишкін (1996), К. Крістіано (1997), С. Герлах (2000), Б. Бернанке (1995), А. Мелтцер (1995), Ч. Гудхарт (2002) і цей перелік можна продовжувати. Серед російських досліджень можна виділити роботи С. Мойсеєва, К. Корищенко, О. Беленької, Р. Нуреева. Вітчизняні розробки у цій області належать А. Гальчинському, В. Гейцю, Н. Гребеник, А. Гриценку, І. Гуцалу, О. Дзюблюку, Т. Кричевській, В. Лепушинському, В. Лисицькому, С. Ніколайчуку, М. Савлуку, В. Стельмаху, А. Чухно, О. Шарову та іншим.

У той же час невирішеними залишаються такі частини проблеми як підвищення ефективності дії трансмісійного механізму, визначення чинників, які можуть виступати у якості індикаторів його роботи, виявлення особливостей та специфіки каналів, які набули найбільшого розвитку у національній економіці із метою удосконалення їх дії та розробки відповідного грошово-кредитного інструментарію.

До розуміння економічного змісту процесу передачі монетарних імпульсів не сформувалося єдиного підходу. Наприклад, економісти Європейського центрального банку виділяють три етапи розвитку, які проходить імпульс змін, переданих економіці грошово-кредитною політикою. На першій фазі інструмент центрального банку впливає на ринкові процентні ставки й валютний курс. У другій відбувається корекція цін на фінансові активи, що позначається на витратах домогосподарств і фірм. Зміни, що відбулися в реальному секторі, повертаються до фінансової системи через зміни в структурі балансу позичальників. Починається другий раунд корекції ринкових процентних ставок. Нарешті, протягом третьої фази спостерігається макроекономічна адаптація: зміна темпів економічного росту й безробіття, що спричинює перерахування цін і заробітної плати. Національне господарство переходить до нової економічної рівноваги [185].

Банк Англії теж виділяє 3 стадії впливу імпульсу на реальний сектор, але вони відрізняються від європейського підходу (Рис. 1.1)



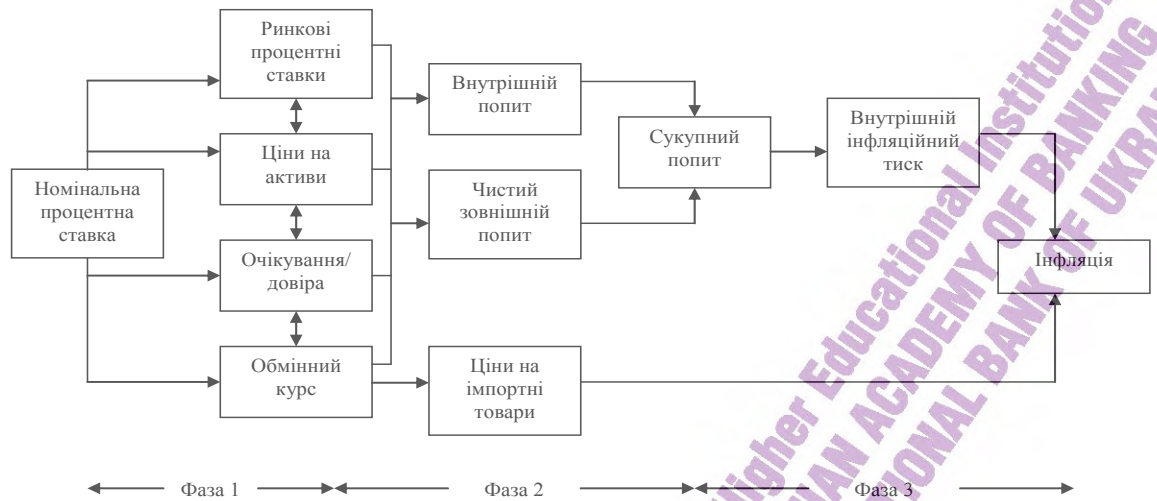


Рис. 1. 1. Трансмісійний механізм монетарної політики за методикою Банку Англії

На першому етапі зміни офіційної ставки процента викликають зменшення/збільшення ринкових ставок, цін активів, валютного курсу та очікувань. На другому – ці зміни через вплив на поведінку економічних агентів, і, відповідно, на складові внутрішнього та зовнішнього попиту, діють на сукупний попит. Саме на цій фазі виділяють окремі канали впливу монетарної політики на реальний сектор, які ми розглянемо нижче. Нарешті третя фаза характеризується тим, що зміни у структурі та обсягах загального споживання відбиваються на ВВП та рівень інфляції. Сила такого впливу буде залежати від рівня номінальної заробітної платні та твердості цін [168].

Німецький вчений Д. Айсрих розглядає двоетапний процес поширення грошово-кредитних хвиль. На першому рівні мова йде про прямий вплив інструментів монетарної політики (тобто змін номінальної процентної ставки чи монетарної бази) на умови фінансового ринку, які виражені у ринкових процентних ставках, вартості активів, валютному курсі, загальній ліквідності, а також доступності кредитів та кредитній політиці. Окремо на цьому етапі Д. Айсрих виділяє очікування економічних суб'єктів. А на другому рівні зміни фінансових умов призводять до змін у номінальному споживанні товарів та послуг домогосподарствами та фірмами. У довгостроковому періоді такі номінальні зміни не впливатимуть на реальний сектор економіки, а лише викличуть зміщення рівня цін. Проте у короткостроковому періоді дійсно

можуть зменшити / підвищити ділову активність, при чому ступінь та сила такого впливу буде залежати від еластичності цін та гнучкості економіки [156].

Таблиця 1.1

Канали трансмісійного механізму грошово-кредитної політики у
розвинених країнах

Країна	Канал валютного курсу	Канал заміщення	Вузький канал кредитування	Канал доходу й потоку наявних надходжень	Канал добробуту
Бельгія	+	*	+	*	+
Німеччина	+	+	+	+	-
Греція	+	+	+	-	-
Іспанія	+	+	*	+	-
Франція	+	+	*	+	-
Ірландія	+	+	*	-	+
Італія	+	+	+	+	+
Люксембург	+	+	+	-	+
Нідерланди	+	+	+	*	*
Австрія	+	+	+	+	*
Португалія	+	+	+	+	-
Фінляндія	+	+	+	+	*
Європейський Центральний Банк	+	+	+	+	+

«+» - канал входить у модель, «-» специфічні особливості.

Джерело: [150].

Сьогодні серед економістів не має єдиної думки і щодо кількості та складу каналів трансмісійних механізмів кожної окремої країни. Це явище можна пояснити багатьма факторами: історичними умовами розвитку, типом фінансової системи, що склалася, ступенем розвитку економіки, ступенем довіри до влади і т.д. Кожна держава в особі її центрального банку буде свою модель передавального механізму із специфічними каналами, яка б враховувала усі особливості економічного середовища (див. табл. 1.1).

Проте можна виділити кілька загальних схем впливу, по яких у другій фазі трансмісії грошово-кредитний імпульс змінює сукупний попит.

Канал процентної ставки традиційно вважається основним. Першими про його існування, як вже було зазначено раніше, заговорили кейнсіанці. Сьогодні цю каналу на економіку пропонують розглядати у двох фазах. На першій

– зміни у процентній політиці центрального банку призводять до прямих змін короткострокових ринкових ставок. Через цей процес центральний банк має можливість значно впливати на кон'юнктуру грошового ринку і таким чином регулювати ринкові процентні ставки по короткостроковим борговим паперах. Зміни умов ринку іноді відбуваються як реакція на те чи інше рішення монетарної політики без часового лагу. Це явище виникає у тих випадках, коли політика центрального банку має високий ступінь довіри і миттєво сприймається суб'єктами ринку. Така реакція зокрема характерна для Єврозони, де ступінь довіри до монетарної влади дуже високий і основна зміна ринкових процентних ставок відбувається після оголошення монетарною владою про напрямок процентної політики, а після прийняття рішення має місце лише невелике коректування нової позиції (Рис.1.2).

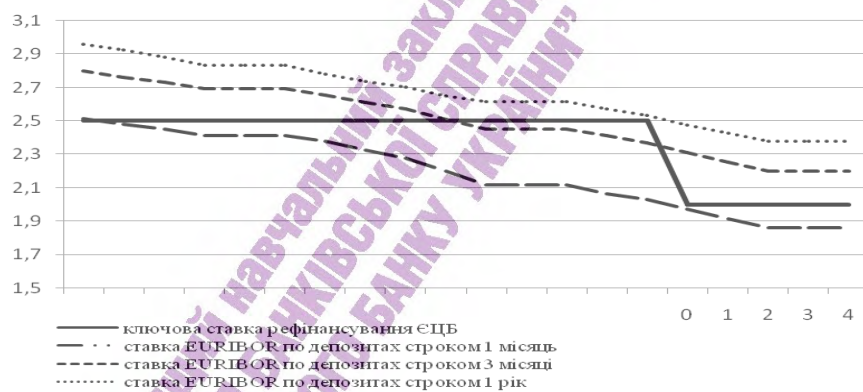


Рис. 1.2. Реакція середньозважених процентних ставок по банківським кредитам на зміну номінальної ставки ЄЦБ

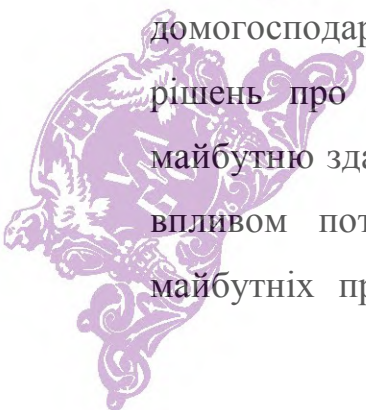
Потім відбувається коригування депозитної та кредитної політики банків, а також довгострокових ринкових ставок. Емпіричні дослідження, проведені у 2000 році економістами ЄЦБ, показали, що у країнах із низьким та стабільним рівнем інфляції чутливість довгострокових процентних ставок до несподіваних змін номінальної ставки буде нижчою ніж у країнах із високим рівнем інфляції. Необхідно відзначити, що окрім політики центрального банку рівень довгострокових ставок буде також залежати від таких показників як ліквідність та інфляційна ризик-премія [167].

Окрім короткострокових ринкових процентних ставок ще одним важливим джерелом зміни умов фінансового ринку під впливом монетарних

рішень виступають очікування. Їх дію також можна розглянути на двох рівнях: на першому етапі монетарна влада здійснює вплив на очікування економічних агентів, на другому – скориговані очікування призводять до змін в економіці у залежності від того, наскільки сильно вони впливають на поведінку суб'єктів господарської діяльності.

Сила дії цього ефекту залежить виключно від того, наскільки центральний банк послідовний у своїй грошово-кредитній політиці, тобто чи було його рішення передбачуваним чи ні, оскільки як частина загальної монетарної стратегії одна єдина дія може дати важливу інформацію щодо її майбутнього напрямку. Коли фінансові агенти розуміють суть механізму, вони прогнозують майбутні процентні ставки, що може стати додатковою підтримкою для виконання завдань, поставлених центральним банком. Відповідно, якщо економічні суб'єкти доходять висновку, що він реально буде слідувати проголошеному курсу та досягне зазначених орієнтирів, це об'єктивно провокує зміни у їх майбутніх інфляційних очікуваннях та прогнозах. Наприклад, підвищення інфляційного тиску приводить до виникнення припущення про підвищення облікової ставки, що стимулює зростання ринкової. А це може викликати «гальмівний» ефект в економіці та зниження цінового тиску, що в свою чергу допоможе центральному банку підтримати цінову стабільність. Внаслідок того, що дії монетарної влади сприймаються як відображення його політики, одне і теж рішення за різних умов оточуючого середовища може дати різні результати. Так емпірично доведено, що вплив зміни процентної ставки сильніше проявляється у періоди спаду ніж підйому економіки.

Далі скориговані очікування впливають на економічні прогнози домогосподарств та корпоративного сектору і відповідно, на прийняття рішень про поточний рівень споживання та заощаджень, а також на майбутню здатність до споживання. Інвестиційні рішення приймаються під впливом поточного та очікуваного рівню цін та визначають рівень майбутніх прибутків. Цінові рішення можуть залежати від очікуваного



рівню інфляції, більше того вона відіграє провідну роль на ринку праці, оскільки впливає на майбутній одноразовий дохід домогосподарств та витрати компаній [186].

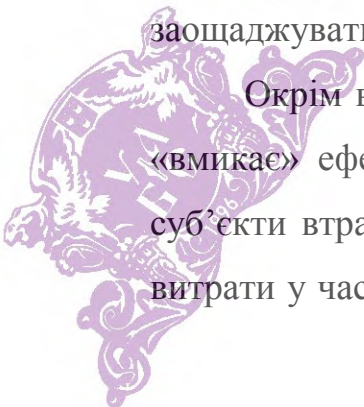
Зміна ринкових процентних ставок призводить до підвищення/зниження цін на фінансові та реальні активи, такі як акції, облігації та нерухомість. Їх ринкова вартість може розглядатись як дисконтована величина доходу, який вони принесуть у майбутньому. Його величина може змінюватись під впливом процентної ставки двома шляхами:

- Коригування процентної ставки призведе до руху дисконтної ставки, яка використовується для визначення майбутньої вартості активів. Отже, рестрикційна політика ($i \uparrow$) веде до зменшення сьогоденної вартості майбутніх грошових потоків.

- Майбутні грошові надходження знаходяться у прямій залежності від процентної ставки, оскільки її зміни впливають на фінансові витрати та оборот компанії. А зміни у прибутках можуть відобразитися на ринковій вартості акцій. Отже, зниження прибутків разом з підвищенням процентної ставки може спровокувати підвищення ризик-премії. Тобто вартість існуючих боргових цінних паперів зменшиться на її величину.

На другій (непрямій) фазі зміни в умовах функціонування фінансового ринку через певний проміжок часу викликають зміни у реальному секторі. Оскільки рівень процентної ставки є визначальним фактором, який впливає на вартість капіталу, підвищення банками та іншими кредиторами ставок по кредитах або боргових цінних паперах означатиме подорожчання інвестицій для компаній. Теж саме можна сказати і про матеріально-виробничі запаси – вищі процентні ставки означають вищу їх вартість і спонукають компанії заощаджувати на них [174].

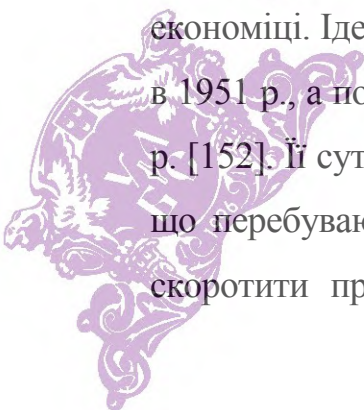
Окрім впливу на інвестиційну складову ВВП процентний канал також «вмикає» ефект заміщення, коли внаслідок підвищення ставки економічні суб'єкти втрачають стимули до споживання у поточний період, переносючи витрати у часі. Як наслідок, скорочується обсяг внутрішнього кредитування,



номінальні грошові залишки й реальний сукупний попит. Канал буде працювати, якщо в економіці широко поширені споживчі кредити, кредитні карти та інші роздрібні фінансові послуги, призначені для споживачів товарів і послуг [196]. Крім того виникає «ефект доходу», тобто якщо домогосподарства є чистими боржниками, то вищі кредитні ставки означатимуть нижчий рівень доходу, а це також впливає на споживання, оскільки відбувається перерозподілення доходів від позичальників до тих, хто зберігає. Зазвичай у якості кредиторів виступають пенсійні фонди та старше покоління, яке об'єктивно споживає менше, що і призводить до зменшення сукупних витрат. Ще одним наслідком дії каналу процентної ставки є «ефект добробуту», тобто регулюючи вартість фінансових активів, таких як акції та облігації, що найчастіше складають капітал економічних агентів, він також здійснює вплив на сектор приватного споживання. Вперше даний ефект зустрічається у теорії заощаджень в процесі життєвого циклу, розробленій Ф. Модільяні та А. Ендо.

Ще один властивий практично всім моделям передавального механізму канал – кредитний. Окрім питання умов, що складаються на фінансовому ринку, для здійснення передачі монетарних імпульсів важлива власне наявність тимчасово вільних (кредитних) коштів. Деякі економісти навіть наголошують, що грошово-кредитна політика має сильніший вплив на сукупний попит саме через пропозицію, а ніж через прямі чи опосередковані зміни у ціновій політиці фінансових установ. У теоретичній літературі виділяють два шляхи, якими можуть поширюватися монетарні шоки: канал банківського кредитування (вузький) та балансовий канал (широкий).

Перший базується на пропозиції тимчасово вільних кредитних коштів в економіці. Ідея каналу банківського кредитування вперше була висунута Р. Руза в 1951 р., а потім докладно проаналізована Б. Бернанке й А. Блайндером в 1988 р. [152]. Її суть полягає в тім, що центральний банк, зменшуючи обсяг резервів, що перебувають у розпорядженні комерційних банків, тим самим змушує їх скоротити пропозицію кредитів. Після підвищення номінальної процентної



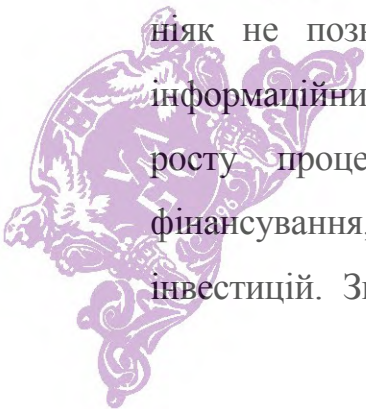
ставки боргове навантаження корпоративного та приватного секторів зростає, що збільшує кількість неповернених коштів у структурі банківських балансів. Це позначається на прибутковості установ, а також на їх можливості продовжувати нарощування капіталу. Для того, щоб зберегти розмір основних фондів банки змушені скорочувати обсяг кредитної пропозиції.

$i \uparrow \rightarrow \text{неповернені кредити} \uparrow \rightarrow \text{банківські основні фонди} \downarrow \rightarrow \text{кредити} \downarrow$
 $\rightarrow I \downarrow \rightarrow \text{ВВП} \downarrow$

Крім того зростання короткострокових ринкових ставок зазвичай супроводжується зменшенням кількості депозитів-овернайт, що також скорочує обсяг кредитної пропозиції, особливо у тих випадках, коли банк не може легко замінити це джерело іншим. Найбільше від такої ситуації страждають маленькі компанії, які у значній мірі залежать від банківського фінансування, а також невеликі банки, які мають менше можливостей залучення додаткових ресурсів, та банки із нестабільним фінансовим станом.

$i \uparrow \rightarrow \text{короткострокові депозити} \downarrow \rightarrow \text{кредити} \downarrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow \text{ВВП} \downarrow$

Дія широкого каналу кредитування пов'язана із різницею у вартості внутрішніх та зовнішніх фінансових ресурсів. Теоретично при досконалому доступі до інформації ці витрати повинні бути однаковими. Хоча за умов існування інформаційної асиметрії, коли позичальник знає більше про ступінь ризикованості проекту ніж кредитор, повинні бути передбачені додаткові кошти для зовнішнього фінансування. Зазвичай розмір такої ризик-премії залежить від фінансового стану потенційного боржника. У моделі, розробленій Б. Бернанке і М. Гертлером, активи служать забезпеченням кредитів, видаваних як фірмам, так і домогосподарствам. Якщо кредитний ринок позбавлений недоліків (тобто ефективний), зниження цінності забезпечення ніяк не позначається на інвестиційних рішеннях. Однак при наявності інформаційних й агентських витрат зменшення цін на фінансові активи веде до росту процентної премії, виплачуваної позичальниками за зовнішнє фінансування, що, у свою чергу, призводить до зниження обсягу споживання й інвестицій. Зниження ринкової вартості фірми також провокує збільшення



ступеню морального ризику. Власники стикаються із проблемою зменшення базового капіталу, що підштовхує їх до участі у проектах із високими ризиками. Відповідно зростає ймовірність того, що борги не будуть повернуті, і відповідно, отримуємо звуження кредитної маси та інвестиційної активності. Нерідко балансовий канал називають «каналом фінансового акселератора».

Для відкритих економік ще одним каналом передачі змін від монетарної сфери до реальної виступає валютний курс. Якщо внутрішня номінальна процентна ставка буде вищою за зовнішню, збереження рівноваги на валютному ринку вимагатиме від внутрішньої валюти поступової девальвації для стимулювання попиту на державні боргові папери. Відповідно до теорії непокритого процентного паритету за такої політики відбудеться поступовий приток капіталу до країни внаслідок підвищення попиту на цінні папери. Зміна обмінного курсу призведе до збільшення/зменшення чистого експорту, а отже і сукупного попиту. Розглянемо такий вплив валютного курсу детальніше.

По-перше, зміцнення національної грошової одиниці викликає прямі зміни у цінах на імпортовані товари та послуги. І якщо ці товари прямо використовуються для споживання, наслідком стане зменшення імпортних цін. Рис. 1.3. ілюструє тісний зв'язок між номінальним обмінним курсом та вартістю імпортних товарів на прикладі країн Єврозони.

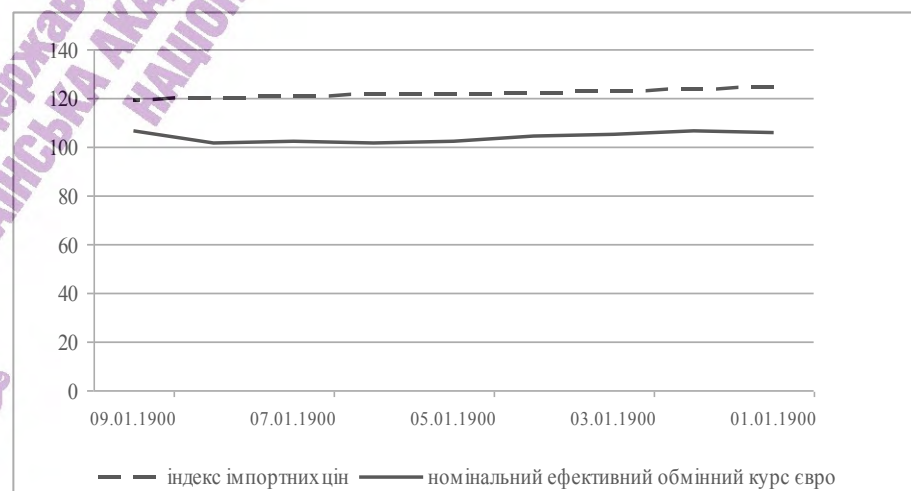


Рис. 1.3. Номінальний ефективний курс євро та індекс імпортних цін у Євросоюзі



Зрозуміло, що ціни на фінансові активи та товари залежать від багатьох факторів окрім грошово-кредитних, і зміни валютного курсу часто провокуються саме ними.

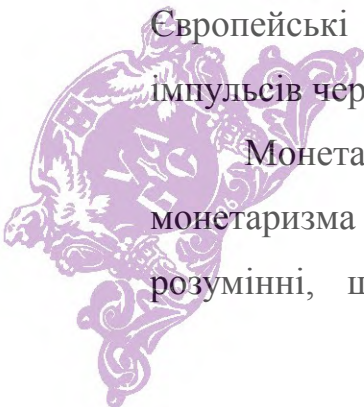
Як вже зазначалося вище, іноземні товари часом використовуються не для кінцевого споживання, а для подальшого виробництва. У такому разі менший рівень імпорتنих цін створює передумови для скорочення обсягів витрат компаній. А це через деякий проміжок часу може призвести до зменшення внутрішніх цін на кінцевий продукт.

Ще один ефект, притаманний каналу валютного курсу – вплив на конкурентноздатність вітчизняних товарів. Тут він діє прямо протилежно до розглянутого вище механізму. Внаслідок зміцнення внутрішньої валюти товари національного виробника стають дорожчими для зовнішніх та внутрішніх споживачів, що може викликати скорочення попиту на них, та, відповідно, його підвищення на імпортовані товари та послуги.

Підсумувавши усе сказане, можна зробити висновок, що за рівних умов ревальвація внутрішньої валюти (як відповідь на підвищення процентної ставки) призводить до скорочення сукупного попиту та інфляційного тиску на економіку. Сила впливу даного каналу визначається ступенем «відкритості» економіки та її залежності від зовнішньої торгівлі. Він завжди є менш важливим для відносно «закритих» країн порівняно із малими відкритими економіками і часто не береться до уваги.

Якщо порівняти, наприклад Євросоюз, США та Україну, економіка країн Євро зони може бути розглянута як велика відносно закрити, США – як велика та відкрита, а України – маленька відкрита. Отже, найбільший вплив на ВНП валютний курс справлятиме в Україні та США. Однак, якщо Європейські країни розглядати окремо, то значення каналу передачі імпульсів через валютний курс значно зросте.

Монетаристський канал був запропонований сучасним апологетом монетаризма А. Мелтцером в 1995 р. [177] Канал є монетаристським у тім розумінні, що за допомогою нього описується прямий ефект, який

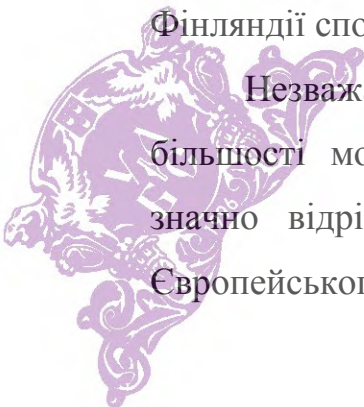


здійснюється грошовою пропозицією на ціни активів. Згідно Мелтцеру через те, що портфельні активи не виступають повними субститутами застосування інструментів грошово-кредитної політики веде до коректування структури накопичених активів і відносних цін на них, що, в остаточному підсумку, стосується реального сектора економіки. У монетаристському каналі процентна ставка не грає особливої ролі, грошово-кредитний імпульс змін передається через грошову базу. Хоча монетаристський канал на рівні макроекономічних моделей і не визнаний повноцінним, його можна використати в специфічному аналізі, як, наприклад, у випадку нульових процентних ставок у Японії кінця 1990-х рр [91].

У таблиці 1.2 перераховані канали трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, що входять у моделі центральних банків країн Європи. Канал валютного курсу присутній абсолютно у всіх моделях. У рівнянні каналу враховуються такі цінові змінні як ціни на нафтопродукти, експортні й імпортовані товари й послуги. Зміна торговельного балансу приводить до корекції внутрішніх цін і заробітної плати. Валютний курс впливає на конкурентноздатність і реальну заробітну плату, щонайменше, у короткостроковому й середньостроковому періоді.

Канал заміщення також існує у всіх моделях. У моделях Центрального Банку Ірландії і Європейського Центрального Банку реальні короткострокові процентні ставки впливають на поточне споживання. Майже такий же ефект процентних ставок на споживання описується в моделях Банку Португалії й Банку Греції. У моделях німецького Бундесбанка й Національного Банку Бельгії на величину споживання на душу населення впливають не короткострокові, а довгострокові процентні ставки. В Італії, Австрії й Фінляндії споживчі витрати залежать від банківських кредитних ставок.

Незважаючи на те, що канал витрат залучення капіталу входить до більшості моделей центральних банків, механізми роботи цього каналу значно відрізняються. У ряді моделей (наприклад, Банку Фінляндії і Європейського Центрального Банку) на приватні інвестиції здійснюють

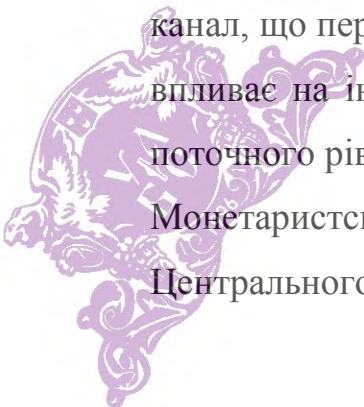


вплив короткострокові ставки, в інших моделях на інвестиції впливають довгострокові ставки (Центрального Банку Ірландії, Банку Іспанії, німецького Бундесбанка). Існує також варіант із комбінацією обох ставок (Банк Франції, Центральний Банк Люксембургу, Національний Банк Бельгії, Банк Португалії).

Сполучений канал доходу й потоку наявних надходжень виключений з моделей Банків Греції й Ірландії, у зв'язку з тим, що в цих країнах фінансові портфелі домогосподарств і фірм не грають значної ролі в економіці. У моделі Національного Банку Бельгії канал доходу й потоку наявних надходжень ураховує також ефект перерозподілу портфеля домогосподарств і фірм.

Канал добробуту викликає найбільші дискусії серед економістів центральних банків. Він не входить у моделі Німеччини, Греції, Іспанії, Франції й Португалії. У тих моделях, де він присутній, причиною зміни добробуту є коливання цін на фінансові активи (МЗ, облігації, акції й чисті іноземні активи). У моделі Центрального Банку Австрії курс акцій є ендогенною змінною. Таку ж природу мають ціни на нерухомість у моделі Банку Фінляндії й вартість фінансового портфеля, що складається з нерухомості, акцій й облігацій, у моделі Національного Банку Бельгії. Крім того, у моделях Банку Фінляндії й Національного Банку Бельгії добробут впливає не тільки на споживання, але й на житлові інвестиції через ціни на нерухомість.

Крім перерахованих каналів кожен центральний банк розробив свої власні специфічні канали, що враховують національні особливості економіки. Наприклад, інфляційний канал, пояснює динаміку споживання у Франції з погляду ефекту Пігу. У німецьку модель входить монетаристський канал, що передає імпульси змін через процентну ставку. Вона, у свою чергу, впливає на інфляцію через ціновий геп, що представляє собою відхилення поточного рівня цін від рівноважного рівня цін відповідно до моделі «P-star». Монетаристський канал, що враховується також у моделі Європейського Центрального Банку, припускає, що інфляція в довгостроковій перспективі є



грошовим феноменом. Зниження процентної ставки в моделі німецького Бундесбанка приводить до стискання агрегату МЗ, що викликає падіння цін у короткостроковому періоді. В італійській моделі існують також два додаткових канали: канал очікувань, що характеризує вплив змін у грошово-кредитній політиці на інфляційні очікування, а також портфельний канал, що описує ефект перерозподілу портфелів домогосподарств і фірм. Останній канал також входить у модель Національного Банку Бельгії, однак там він сполучається з каналом доходу й потоку наявних надходжень [198].

Отже, до розуміння явища монетарної трансмісії та структури каналів даного механізму не сформувалося єдиного підходу. Характер взаємозв'язків між ключовими змінними відрізняється для кожної окремої країни, тому центральні банки формують власні моделі передавального механізму, які включають у себе різні канали трансмісії монетарних імпульсів, виходячи із специфічних характеристик економічного середовища. Однак найбільш розповсюдженими у таких моделях є процентний канал, кредитний, канал валютного курсу, цін активів та канал очікувань.

1.3 Потоковий підхід як теоретичний базис для визначення сутності та структури механізму монетарної трансмісії

У попередніх підрозділах було розглянуто основні сучасні підходи до розуміння передавального механізму монетарної політики, його функцій та структури. Проте на нашу думку усі вони у повній мірі не розкривають природу каналів передачі грошових імпульсів. Їх пошуком економісти займалися і займаються до сьогодні, і цей процес можна значно спростити, розглянувши модель кругообігу фінансових та товарних потоків в економіці (Рис.1.6). Ми пропонуємо спочатку проаналізувати рух потоків у закритій економіці, а потім ускладнити модель, додавши сектор зарубіжжя.

Концептуально за її основу доцільно взяти схему кругообігу, яку пропонують М. Савлук, Б. Івасів [31; 51], а також модель кругообігу доходу подану Д. Саксом [126]. Для забезпечення реальності та працездатності потокової схеми приймемо декілька базових припущень, запропонованих у перших двох авторів та адаптованих під потреби нашої моделі:

1) в економічній системі панує приватна власність, тому всі виробничі ресурси є власністю сімейних господарств, які продають їх через ринок ресурсів фірмам;

2) з тієї ж причини самі фірми перебувають у власності сімейних господарств і тому весь прибуток фірм надходить останнім у вигляді дивідендів як плата за ресурси;

3) у зв'язку з припущенням 2) уряд одержує всі податкові надходження тільки від сімейних господарств і в моделі врахована тільки їх чиста сума (чисті податки), тобто за винятком трансфертних виплат їм з державного бюджету;

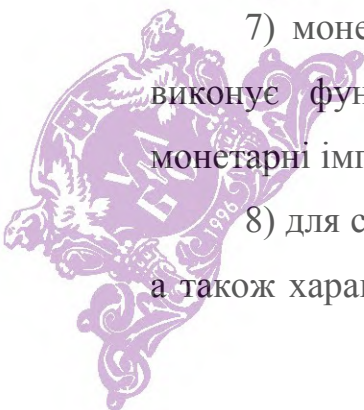
4) уряд має можливість усі свої витрати, які не покриваються надходженнями чистих податків, забезпечити за рахунок коштів, які можна позичити на внутрішньому грошовому ринку або залучити із закордону, тобто не вдаватися до емісійних кредитів центрального банку;

5) враховуючи припущення 2, фірми всі свої інвестиційні потреби, пов'язані з розширенням виробництва, задовольняють за рахунок мобілізації коштів на внутрішньому грошовому ринку, а також за рахунок іноземних кредитів;

6) враховуючи припущення 2, уся кількість заощаджень поступає до фінансового сектору через домогосподарства, а кредити надаються фірмам.

7) монетарна влада виступає окремим суб'єктом економіки, оскільки виконує функцію регулювання фінансового сектору, а також формує монетарні імпульси, які передають зміни в економічне середовище;

8) для спрощення моделі усі потоки, які виникають у середині секторів, а також характеризують внутрішнє споживання, ігноруються, окрім тих, які



мають безпосередній зв'язок із валовим внутрішнім продуктом. Так потік 6 характеризує державні витрати, а 10 – інвестування фірм у виробництво. Тобто вважається, що у момент, коли, наприклад, фінансовий сектор виступає не у ролі виконавця своїх прямих функцій, він розглядається як суб'єкт корпоративного сектору.

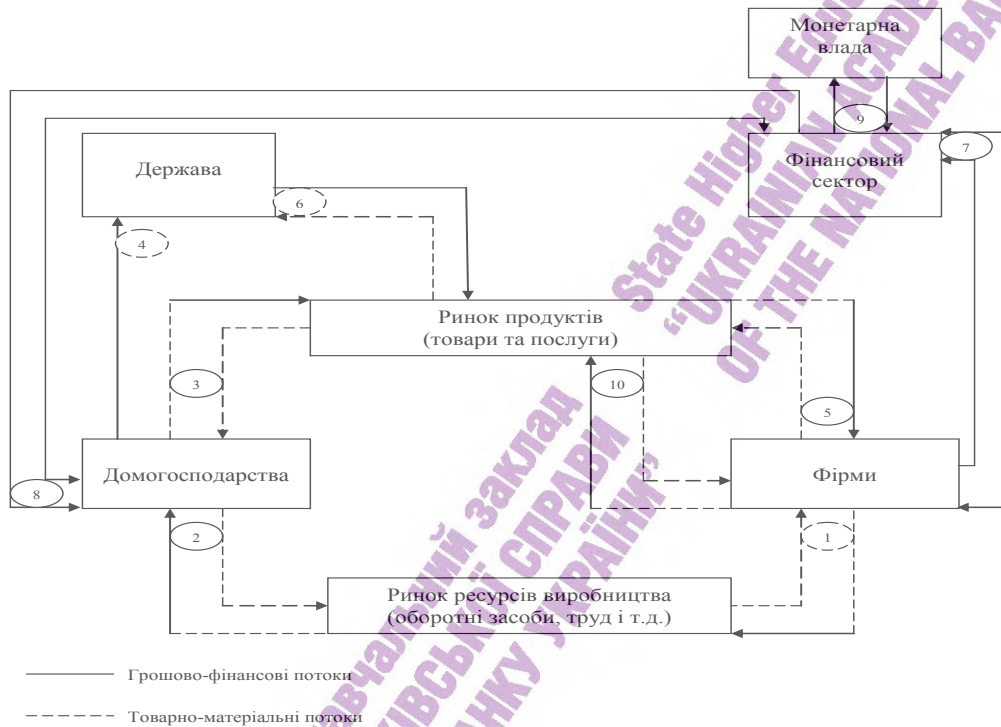


Рис. 1.6. Кругообіг фінансових та товарних потоків у закритій економіці

Вітчизняні та зарубіжні економісти виділяють 4 головних сектори економіки: споживчий, виробничий, фінансовий та державний. Їх суб'єктами, відповідно, виступають домогосподарства, фірми, фінансові посередники (депозитні інститути (банки), договірні ощадні інститути, інвестиційні установи, інші фінансові установи) та держава. Усі вони сполучаються між собою потоками фінансової, товарно-матеріальної та інформаційної природи, які утворюють в залежності від характеру взаємодії суб'єктів ринок продуктів, ресурсний, інформаційний та фінансовий ринки. Функціонування останнього забезпечує сукупність установ фінансового сектору. Його особливістю є те, що учасники отримують необхідні їм послуги через посередників, а отже, з інституційної точки зору фінансовий ринок можна визначити як сукупність усіх інститутів, через які реалізуються відносини із

приводу перерозподілу фінансових ресурсів [43]. Тому в моделі він визначений як фінансовий сектор. Його регулювання здійснює монетарна влада в особі центрального банку або інших органів управління, залежно від типу фінансової системи. При взаємодії економічних агентів виникає переміщення товарних та матеріальних цінностей. Сукупність таких переміщень за певний час і утворює потоки, які сполучають суб'єктів економіки та пояснюють їх взаємозалежність.

Потік це економічна категорія, яка означає спрямований рух матеріальних чи грошових засобів між учасниками економічної системи [66]. Усю сукупність потоків можна розділити на ті, які опосередковані рухом реальних цінностей, потоки фінансово-кредитного характеру та інформаційні. Основними їх характеристиками виступають швидкість руху, глибина (або величина), рівномірність та безперервність.

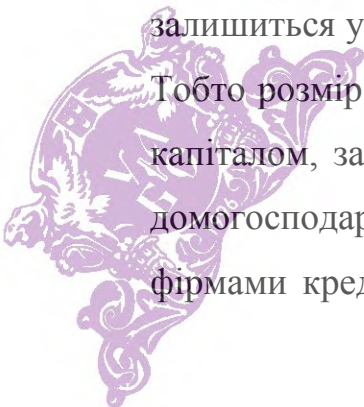
Потоки першої групи утворюють первинне коло кругообігу. Кожен із них має товарну частину та власне вартісне її вираження. Найчастіше їх переміщення відбувається одночасно, хоча можуть існувати певні відхилення, залежно від умов контракту. При чому вектори руху обох частин прямо протилежні: якщо усі матеріальні потоки направлені проти годинникової стрілки, то грошові – за. До них відносяться 1-й, 2-й, 3-й, 5-й, 6-й та 10-й потоки.

Потік 1 характеризує величину витрат компаній на оборотні засоби та капітальні інвестиції. Потік 2 відображує доходи домогосподарств, отримані від продажу ресурсів. Потоки 3 та 6 визначають внутрішній попит на ринку продуктів з боку домогосподарств та держави відповідно. Іншими словами вони представляють собою складові ВВП – С та G. А пропозиція товарів та послуг на внутрішньому ринку може бути охарактеризована через величину потоку 5. Витрати на інвестиції у засоби виробництва, технічне переозброєння та оновлення фондів формують 10-й потік, який визначає інвестиційну складову ВВП. Таким чином, саме первинне коло відповідає за відтворення суспільного продукту. Фактично, у закритій економіці ми



можемо представити валовий внутрішній продукт (і національний) як сукупність потоків 3, 10 та 6.

Вторинне коло складається, відповідно, із потоків другого типу. Характерною їх особливістю є потрійний рух вартості (окрім чисто фінансового потоку 4, який характеризує чисті податки). Спочатку капітал рухається до(від) фінансового сектору, а через означений термін процес повторюється у зворотному порядку, і виникає третя частина даного потоку у вигляді плати за користування наданим ресурсом. При чому усі три частини можуть бути суттєво розірвані у часі, залежно від умов середовища, але первинним завжди є переміщення капіталу. До потоків цієї групи відносяться 7-й, 8-й та 9-й. Окремо необхідно виділити 4-й потік, оскільки за своєю природою він є фінансовим і, відповідно, входить до вторинного кола, але не опосередковується комерційними відносинами та виконує швидше регуляторну функцію, оскільки прямо пов'язаний із державним сектором. 9-й потік також є особливим: первинним при його формуванні є не отримання прибутку, а виконання завдань, поставлених монетарною владою. Фактично він регулює грошову масу в економіці і формується із використанням інструментів грошової політики. Відповідно до обраних засобів регулювання він може набувати кредитної природи (як 7 та 8), а може опосередковувати відносини із приводу купівлі/продажу фінансових ресурсів (валютні інтервенції або операції на ринку цінних паперів), або мати нормативне походження (встановлення норми резервування). У закритій економіці величина процентної складової потоку 7 завжди буде більшою за потік 8, оскільки плата за користування капіталом для фірм, відрізнятиметься від отриманої домогосподарствами на розмір маржі, яка у якості прибутку залишиться у фінансових посередників, та норму обов'язкових резервів (RR). Тобто розмір частини, яка характеризує переміщення плати за користування капіталом, завжди буде більшим для потоку 7 (фірми), а кількість наданих домогосподарствами заощаджень відрізнятиметься від кількості отриманих фірмами кредитів на розмір норми обов'язкових резервів. Отже, Потік 8 +



маржа = Потік 7 + RR. Чим вищий розмір прибутку отримують фінансові установи, тим більшим капіталом вони володіють і, відповідно, менше залежать від центрального банку. А отже і дієвість монетарної політики буде меншою. Нарощування капіталу у фінансовому секторі також сприяє збільшенню кредитної пропозиції та залежності реального сектору від позичкового капіталу, що призводить до домінування фінансових інститутів в економічному середовищі.

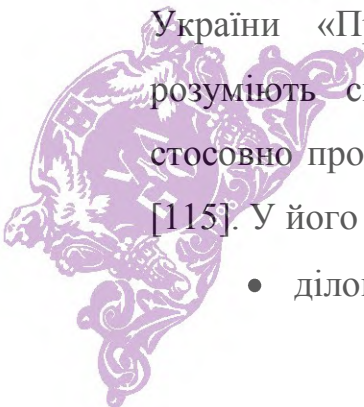
Уся сукупність потоків первинного та вторинного кола характеризує кількість грошей, що обслуговує економіку – грошову масу. Якщо співставити її з ВВП, то отримаємо коефіцієнт монетизації [125].

Існування третього типу потоків обумовлено наявністю інформації як важливого додаткового ресурсу економічного середовища. Вони (інформаційні потоки) опосередковують перші два кола, пов'язуючи усіх суб'єктів економіки між собою, і утворюють третинне – інформаційне коло економіки (Рис. 1.7).

Повертаючись до визначення категорії «потік», зазначимо, що використовувати його можна лише для величин, які мають одиниці вимірювання (наприклад, виробництво комбайнів на тиждень або сукупна вартість продукції за місяць). Виміряти кількість інформації досить складно, оскільки вона не має матеріального вираження. За еталон обирають слово, яке складається з одного символу алфавіту, визначеного для передачі інформації (зазвичай він включає 2 знаки, наприклад, цифри 1 та 0). Кількість інформації у цьому слові приймають за одиницю і називають бітом [25].

Відповідно, для забезпечення процесів розподілу та перерозподілу інформації необхідним є існування інформаційного ринку. За Законом України «Про науково-технічну інформацію» під даною категорією розуміють систему економічних, організаційних та правових відносин стосовно продажу та покупки інформаційних ресурсів, технології та послуг [115]. У його структурі виділяють чотири основних сектори [119]:

- ділової інформації (біржова та фінансова, економічна та



статистична, комерційна інформація, комерційних пропозиції та ділові новини в області економіки та бізнесу);

- юридичної інформації із підрозділами по видах законодавчих та підзаконних документів по різних аспектах господарської діяльності (загально господарські, регламентуючі окремі види діяльності та перетворення прав власності у перехідний період акти, нормативні та рекомендуєчі документи по стандартизації) [143];
- інформації для спеціалістів (науково-технічна, професійна, доступ до першоджерел та повнотекстових електронних даних);
- масової, споживчої інформації (новини та література, власне споживча та розважальна інформація).

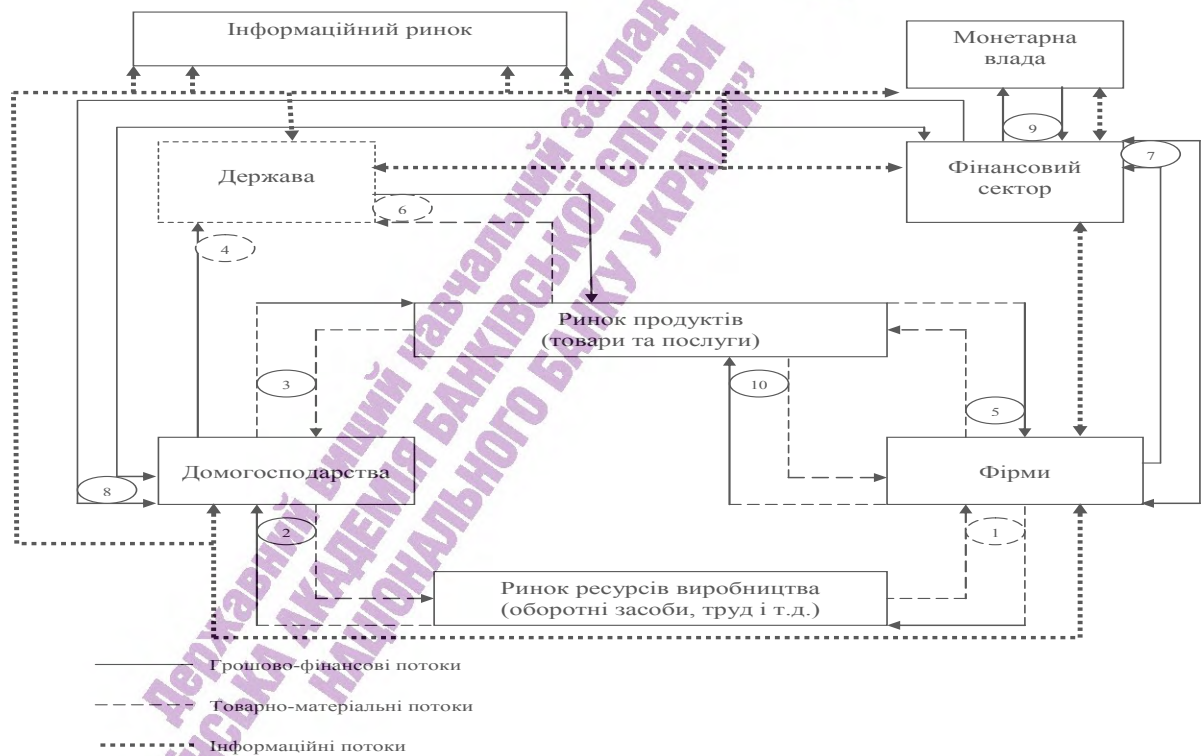


Рис. 1.7. Грошово-кредитні, товарно-матеріальні та інформаційні потоки у закритій економіці.

Усі взаємодії, що виникають між суб'єктами економіки із точки зору інформаційної складової, можна розділити наступним чином: розповсюдження в середовищі інформації, збір та обробка отриманих даних і прямий обмін. Існуючі комунікаційні технології у цьому процесі виступають засобами взаємодій, а носіями є інформаційні потоки, які розповсюджуються

в інформаційному колі економічної системи [105].

Серед класифікаційних критеріїв інформаційних потоків виділимо наступні:

1) об'єктивність:

- офіційні (нормативно-правові акти, річні звіти, засади, принципи, розпорядження і т.д.);
- неофіційні (думки експертів, чутки, прогнози, інше).

2) відповідність дійсності:

- декларовані (ті, що проголошені як напрямки діяльності);
- реальні (які формуються як результат виконаних/невиконаних дій).

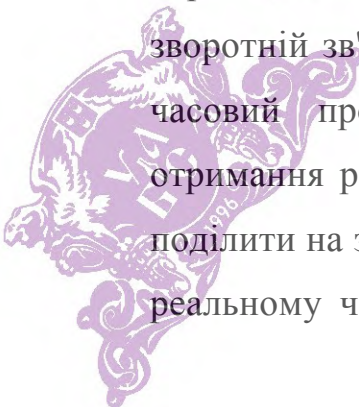
3) характер:

- чисті інформаційні (не супроводжуються переміщенням вартості);
- фінансово-інформаційні (опосередковані рухом коштів).

4) спосіб зв'язку:

- прямі (від суб'єкту до суб'єкту);
- опосередковані (отримані через ринок інформації).

Швидкість їх розповсюдження має певну верхню межу, яка визначається рівнем розвитку комунікаційних та інформаційних технологій. Крім того для кожного окремого учасника будуть існувати агенти, з якими він матиме можливість швидкого обміну даними, та ті, з якими ні. Також слід врахувати, що економіка має певний власний потенціал непередбачуваних змін середовища, який впливає на максимально можливу тривалість розповсюдження інформації, перевищення якої знецінює даний потік. Повноцінна взаємодія передбачає зворотній зв'язок, а саме – реакцію контрагента на отримані дані, тобто у часовий проміжок максимальної тривалості повинно включатися і отримання реакції (зворотній потік). Отже, усе інформаційне коло можна поділити на зони сильних взаємодій (учасники обмінюються інформацією у реальному часі), середніх (мають переважно односторонній характер) та



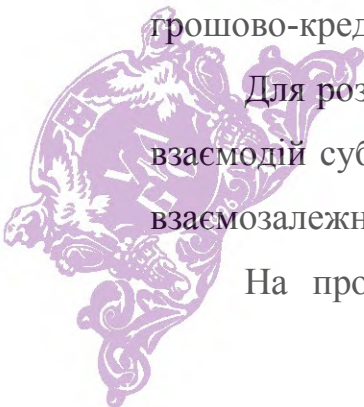
слабких (неперсоніфіковані зв'язки без контролю), при чому в рамках кожної із них може проявлятися різна інтенсивність комунікацій: від нуля до верхньої границі, можливої для даної зони [105].

Існування вище означених складностей пояснює проблему нерівномірності розповсюдження інформації, досліджену Стіглицем і сформульовану у теорії асиметрії інформації. Доступність необхідних даних, їх якість та прозорість процесу надання виступають індикаторами ступеню розвитку економіки. Усі суб'єкти господарювання можуть бути як постачальниками даного ринку, так і споживачами. У розрізі грошово-кредитної сфери та передачі монетарних імпульсів через інформаційні потоки нас буде цікавити сектор ділової та юридичної інформації.

Оскільки носіями взаємодій економічних агентів виступають саме потоки різної природи, то і вплив суб'єктів один на одного відбувається через зміну характеру їх руху. Таким чином, передача імпульсів перетворень та переходу економічного середовища до нового стану відбувається саме через регулювання різних характеристик потоків, що сполучають суб'єктів господарювання. Із цієї точки зору грошово-кредитна політика розглядає можливості впливу через потоки вторинного кола на первинне. Тобто усі фактори, які викликають зміни 3-го, 6-го та 10-го його потоків внаслідок регулювання характеристик фінансових (окрім 4-го), можна назвати монетарними імпульсами. А сукупність потоків, які пов'язують їх із 7 та 8 – каналами передавального механізму грошово-кредитної політики. Тобто за потоковим підходом трансмісійний механізм монетарної політики можна визначити як сукупність фінансових потоків, які визначають структуру зв'язків між ключовими змінними, та змінюються під впливом інструментів грошово-кредитного регулювання.

Для розуміння механізму даного процесу побудуємо модель поточкових взаємодій суб'єктів економіки (Рис. 1.8). Для цього визначимо, які потоки є взаємозалежними та як вони сполучаються між собою.

На процес формування другого потоку (доходів домогосподарств)



пряму дію має потік 1 (витрати фірм на ресурси). Потік 2 у свою чергу визначає величину потоків 3 (витрати на товари і послуги), 4 (чисті податки) та 8. Останній, який визначає доходи домогосподарств від активів, також бере участь у процесі формування 3 та 4-го потоків. 4 потік через пряму залежність від нього державних доходів визначає величину потоку 6. Сума 6-го та 3-го потоків характеризує потік 5, який в свою чергу тісно пов'язаний із першим потоком. Необхідність та актуальність існування 7-го потоку, зокрема, та ринку капіталів загалом, визначається наявністю 10-го, інвестиційного потоку. На його величину окрім пропозиції кредитів впливатимуть доходи фірм (5-й потік). 8-й та 7-й потоки у закритій економіці також залежні один від одного (рівність вище), а також від величини потоку 9. Таким чином, сукупність потоків утворює замкнене коло взаємодій, які пояснюють процеси в реальному економічному середовищі.

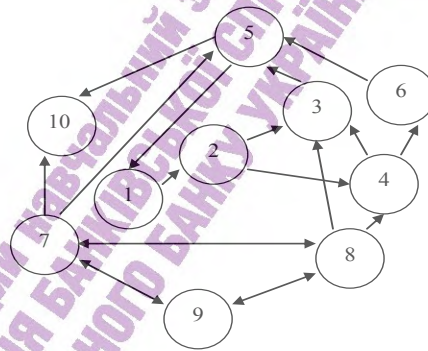


Рис. 1.8. Потокові взаємодії суб'єктів економічного середовища у закритій економіці

Відповідно поданій моделі, ВВП, як вже зазначалося вище, буде утворений сукупністю потоків 3, 6 та 10. Механізм дії грошово-кредитної політики та її ефективність визначатимуться способом взаємодії зазначених потоків із потоками фінансового сектору. Отже, для виявлення усієї сукупності каналів передачі монетарних імпульсів необхідно проаналізувати зв'язки означених потоків із потоками 7 та 8. Зрозуміло, що найкоротші з них будуть найефективнішими, оскільки забезпечать найменший термін проходження імпульсу, а отже ймовірність впливу на цільову змінну інших факторів економічного середовища буде найменшою. На Рис. 1.9 зображені

найкоротші можливі шляхи впливу монетарної політики через потік 9 на складові валового внутрішнього продукту.

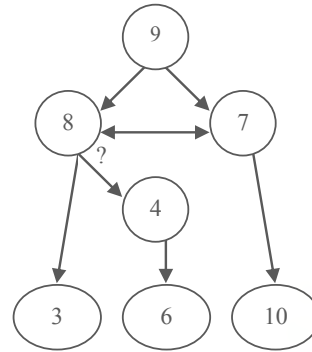


Рис. 1.9. Вплив грошово-кредитної політики на ВВП через потокові взаємодії суб'єктів економіки у закритому середовищі

Розглянемо дію 3 класичних для закритої економіки каналів трансмісійного механізму через призму даної моделі. Канал процентної ставки за визначенням бере свій початок із потоку 9. Після зміни номінальної ставки першими реагують ринки короткострокових фінансових інструментів, а потім зміни відображаються в депозитній та кредитній політиці банків (довгострокових процентних ставках). Зміни вартості капіталу для фірм впливають на характеристики 7-го потоку, який передає їх потоку, що відповідає за інвестиційну складову ВВП – 10-й. Канал заміщення (добробуту) можна охарактеризувати через зміну величини 8 потоку, який впливає на сукупний дохід домогосподарств. Його зменшення означатиме «збідніння» агентів, виражене у недоотриманні процентного доходу, та внаслідок цього зміни у сукупному споживанні (3). Функціонування кредитного каналу пояснюється змінами характеристик 8-го потоку як результату підвищення процентної ставки. Вони впливають на пропозицію тимчасово вільних коштів, тобто на величину 7-го потоку.

Класичні теорії монетарної трансмісії не торкаються складової ВВП, сформованої 6 потоком. Вона характеризує державні витрати на споживання. Оскільки головним джерелом доходів державного сектору є податки, то усі процеси та явища, пов'язані із регулюванням 4-го потоку та, відповідно, 6-го регулюються фіскальною політикою. Але теоретично можливо, що зміни

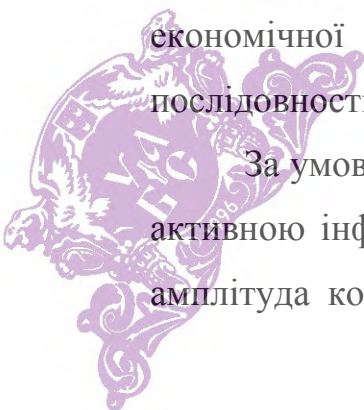
процентних доходів (8) через зміну доходів домогосподарств, які визначають потік 4, впливатимуть на реальний випуск через означену складову. Звичайно, у цьому випадку особливого значення набирає структура доходів: якщо найбільша питома вага припадатиме на прибуток від продажу ресурсів, то цей канал не буде працювати, оскільки не матиме суттєвого впливу на величину податкових надходжень.

Ще одним шляхом передачі монетарних імпульсів, який виділяє більшість вчених, є канал очікувань. Його дію можна пояснити, ввівши до розгляду третинне (інформаційне коло) потоків. Монетарна влада із фінансовим сектором знаходяться у колі сильної взаємодії. Тому інформація про зміни у грошовій політиці швидко сприймається контрагентами. Відповідно, короткострокові процентні ставки далі впливають на довгострокові і т.д. Але у витоків даного процесу знаходиться не грошовий, а інформаційний потік. Отже, монетарні імпульси можуть бути як грошової так і інформаційної природи. Швидкість розповсюдження таких імпульсів висока, а сила впливу визначається ступенем довіри до монетарної влади. Але серед монетарних імпульсів, які діють через інформаційні потоки на економічних суб'єктів, окрім тих, що виходять виключно від центрального банку (прямі), можна виділити також потоки, отримані із навколишнього середовища (опосередковані). Тому пропонуємо класичний канал очікувань розділити на три (Рис. 1.10):

- довіри (власне класичний канал очікувань, який розглядався вище);
- інфляційних очікувань;
- політичних очікувань.

Робота першого буде ефективною за умов високого рівню розвитку економічної системи, стабільного її зростання та, найважливіше, послідовності дій структур грошово-кредитного управління.

За умови значної та не прогнозованої динаміки цінового зростання стає активною інфляційна частина каналу очікувань. Тут значення має не лише амплітуда коливань цінового індексу, а і часова складова, тобто як часто



відбуваються зміни у його значеннях.

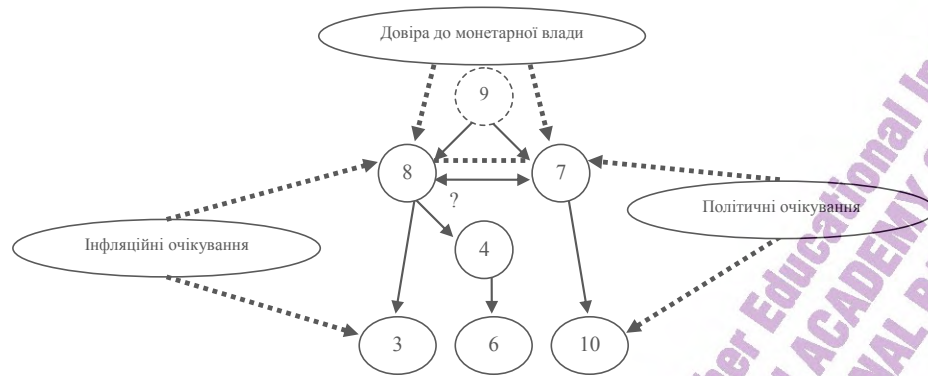


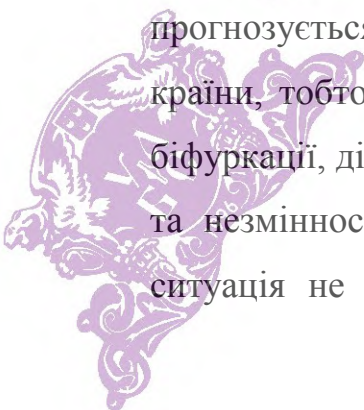
Рис. 1.10. Трансмісія монетарних імпульсів через інформаційні потоки каналу очікувань на складові ВВП.

Відповідно, можна прослідкувати пряму залежність інфляційних очікувань населення та швидкості зростання індексу цін. У результаті функціонування вказаного механізму в економіці починає відчуватися гостра нестача заощаджень, адже споживачі схильні витратити негайно, провокуючи тим самим подальше зростання цін. Тобто має місце прямий вплив на потік 3 та потік 8, який в свою чергу визначає 3. Що цікаво – у короткостроковому періоді збільшення інфляційних очікувань призводить до зростання споживання (3) та росту ВВП (перший етап), але у подальшому зміна кількості заощаджень, відповідно, «вмикає» канал добробуту (8) та кредитний (7) (особливо це відчутно за умов закритої економіки), що негативно позначається на економічному зростанні (другий етап). Фактично у першій фазі даного процесу йдеться про формування надмірного попиту на товари і, оскільки економічне середовище не може збільшити миттєво пропозицію, відбувається зростання цін. Тобто збільшення ВВП викликається грошовою складовою і має назву інфляційне зростання, оскільки не супроводжується випуском реальних товарів та послуг. У другій фазі зменшення заощаджень призводить до зменшення реального добробуту населення, що відображується у зміні структури доходів та зменшенні кредитної пропозиції. Падіння реального добробуту визначає менший рівень споживання, а кредитна пропозиція впливає на інвестиційну складову валового продукту. Тобто на другій фазі дії інфляційної частини каналу очікувань має місце скорочення реального ВВП.

У країнах із низьким стабільним рівнем інфляції дія цього каналу нівелюється і є незначною [179].

Політична частина каналу очікувань може проявлятися внаслідок впливу циклів політичного життя країни на рівень інфляційних процесів та процентну політику через зміну напряму грошово-кредитної політики у зв'язку з приходом до влади політичних сил різної стратегічної направленості [138]. Дія цієї частини каналу також не буде проявлятися за умов високої невизначеності середовища, особливо, якщо напрями подальшого суспільного розвитку суттєво відрізняються між конкуруючими політичними силами. Відбувається відкладання прийняття рішень суб'єктами на більш пізні терміни та зниження рівня ділової активності. Відповідно, якщо економічні суб'єкти очікують (мають високий рівень впевненості) більш «жорсткої» монетарної політики із приходом нових політичних сил, можливе підвищення попиту на грошові ресурси у поточному періоді за більш низькими процентними ставками. Тобто економічні агенти намагатимуться застатися «дешевими» грошами. Інвестори ж відкладуть своє рішення до моменту збільшення ціни на капітал, що може викликати дефіцит грошових коштів і подальше їх здороження. За цих умов вирішальну роль відіграватиме саме регулююча політика центрального банку, яка надасть ринку інформацію про можливий подальший його розвиток. І навпаки – за умов сподівань на пом'якшення монетарного клімату у майбутньому поточний період може продемонструвати скорочення обсягів кредитного попиту, але збільшення інвестиційної активності, доки вартість капіталу є більшою.

Коли ж стратегічні плани розвитку економіки суттєво не відрізняються між собою та від курсу, якого дотримувалася влада у минулому, або не прогнозується зміни правлячої еліти відповідно до політичного циклу життя країни, тобто не очікується проходження економічної системи через точку біфуркації, дія даного каналу виражатиметься у стабільній діловій активності та незмінності попиту на грошові ресурси за інших рівних умов. Тобто ситуація не вимагатиме від центрального банку зміни заходів грошово-



кредитної політики.

Таким чином, монетарні керуючі країни повинні намагатися використовувати очікування населення щодо подальшого розвитку, адже це дає змогу найтоншого регулювання грошового ринку. Вплив на суспільні ділові настрої є одним з найдешевших інструментів грошово-кредитної політики, який окрім всього іншого формує позитивне бачення майбутнього та створює психологічні стимули до економічного зростання.

Слід врахувати, що усе вище зазначене стосується закритої економіки. У відкритій додаються сектор зарубіжжя, а також фінансово-товарно-інформаційні потоки, які пов'язують його із вітчизняною економікою (Рис. 1.11).

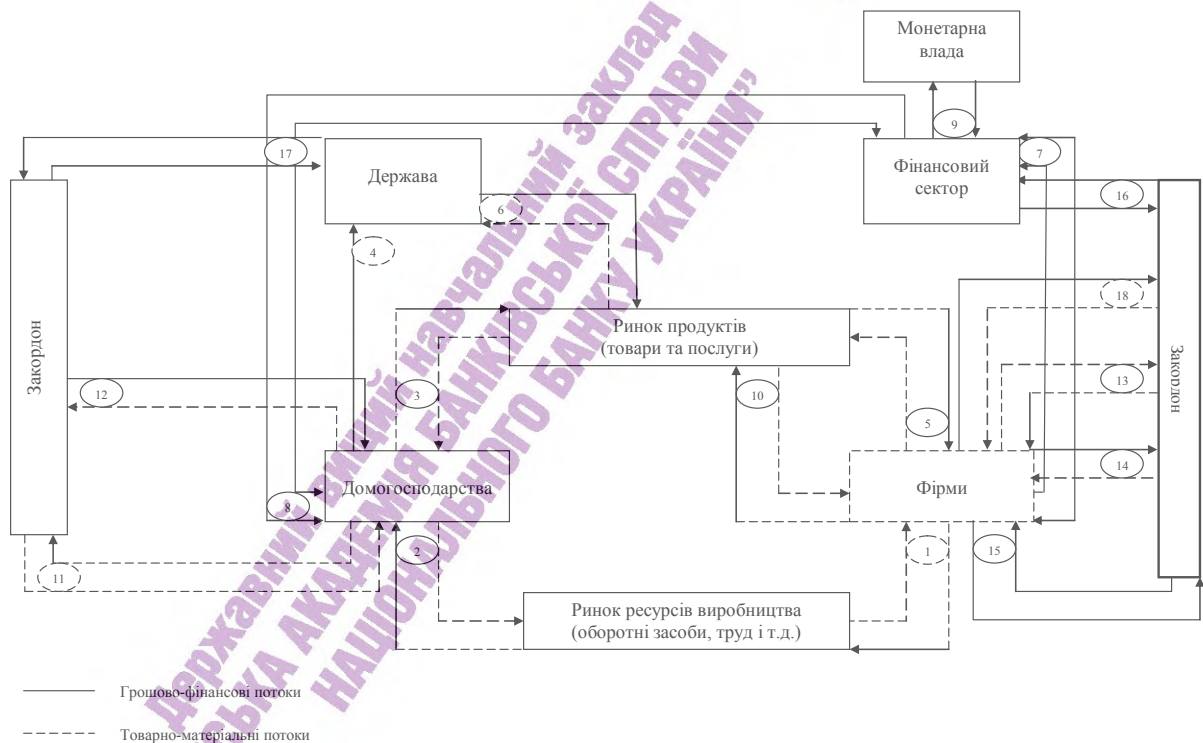


Рис. 1.11. Грошово-фінансові та товарно-матеріальні потоки у відкритій економіці.

Потік 11 характеризує відносини домогосподарств із сектором зарубіжжя з приводу імпортування продуктів споживання та послуг, 12-й потік відображує експорт вітчизняної трудової сили за кордон, а також інших ресурсів. Потоки 13, 14 та 15 та 18 опосередковують відносини корпоративного сектору із іноземними партнерами із приводу експорту готової продукції та послуг, імпорту засобів виробництва, капіталу та

ресурсів, відповідно. Фінансовий сектор пов'язаний із світовими та зарубіжними ринками капіталів через 16-й потік, а 17-й – опосередковує відносини державного сектору із іноземними фінансовими інститутами.

Виходячи із вище викладеного, попередня схема потоків для відкритої економіки ускладниться ще на 8 складових (нагадаємо, що мова йде про спрощену модель). Враховуючи те, що доходи домогосподарств обмежені і складаються із потоків 2 та 8, можна стверджувати, що 11 та 3-й потоки також взаємопов'язані, оскільки величина загального сукупного попиту розподіляється між ними відповідно до потреб споживчого ринку (Рис. 1.12). Необхідно також додати, що у відкритій економіці до джерел доходів домогосподарств додається 12 потік, сформований у результаті оплати ресурсів, які експортувалися. Відповідно, він також визначає загальний обсяг доходів приватного сектору та впливає на потоки 3 та 11. За умов недостатнього розвитку внутрішнього ринку та великої питомої ваги громадян, працюючих за кордоном, цей потік може відігравати значну роль у формуванні загального попиту.

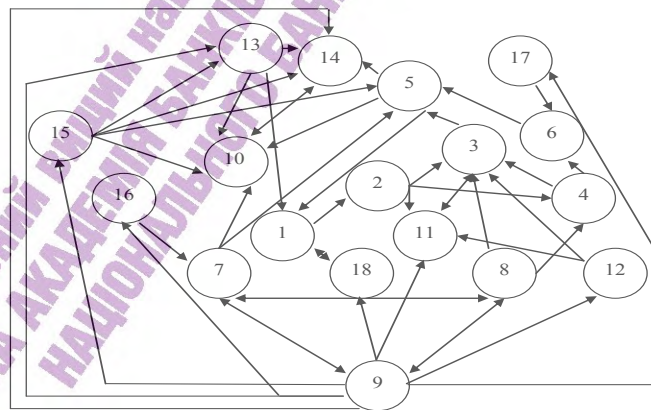


Рис. 1.12. Потікові взаємодії суб'єктів економічного середовища у відкритій економіці.

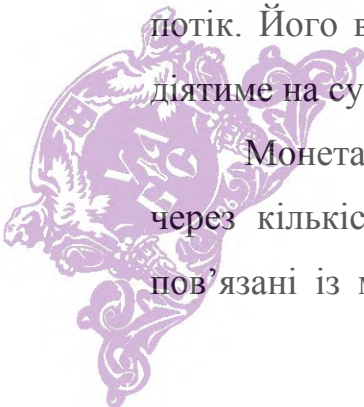
За цих же умов великого значення у структурі доходів корпоративного сектору набуває 13 потік, який характеризує надходження коштів за експорт товарів та послуг. Він визначає потоки 10 та 1, а також величину 14 потоку, на який також впливатиме 5-й потік. Фактично 14 потік характеризує попит фірм на іноземних ринках на інвестиції у розвиток виробництва, а отже, впливає на величину потоку 10, тобто чим більше його значення, тим менший обсяг

закупівель обладнання (інвестицій) буде здійснений на внутрішньому ринку, і навпаки. Наступний (15-й) потік є додатковим джерелом залучення коштів. Він подібно до 7 визначатиме потоки 5, 10, а також 14 та 13. За умов достатньої відкритості економіки та вільного доступу корпоративного сектору до міжнародних ринків капіталу 15 потік може створювати конкуренцію 7-му, тобто за більш сприятливих умов отримання зарубіжних позичок попит на кредити внутрішнього ринку скоротиться, і навпаки. Отже, 15 та 7 потоки також взаємопов'язані. Окрім перерахованих потоків корпоративний сектор пов'язаний із зарубіжжям також через участь на іноземних ресурсних ринках у вигляді імпорту сировини для виробництва та робочої сили. Ці взаємодії виражені 18 потоком. Відповідно до загальної потреби підприємств у оборотних засобах величини 18 та 1 потоків будуть обернено залежними: чим більший перший – тим менший другий, і навпаки. Зрозуміло, що доходи приватного сектору від продажу ресурсів (потік 2) також будуть залежати від його величини, при чому також обернено пропорційно. Особливо, коли саме ця частина у структурі доходів має найбільшу вагу.

Додатковим джерелом ресурсів для фінансового сектору за відкритої економіки виступає 16-й потік, який подібно до 8 визначає кредитну пропозицію, тобто впливає на 7 потік. За умови низького рівня національних заощаджень саме 16 потік відіграє вирішальну роль у фінансуванні відтворення суспільного продукту, оскільки потреби у фінансових ресурсах у поточному періоді завжди більші ніж заощадження.

Державний сектор також пов'язаний із закордоном через фінансові потоки. Співпраця із міжнародними організаціями дає змогу отримувати додаткове фінансування потреб економіки. Ці відносини характеризує 17 потік. Його величина впливатиме на видатки держави, тобто через 6 потік діятиме на сукупний попит.

Монетарна влада, регулюючи вартість національної грошової одиниці через кількість грошей в обороті, здатна впливати на фінансові потоки, пов'язані із міжнародними відносинами через класичний канал валютного



курсу трансмісійного механізму. Традиційно його дія пояснюється наступним чином:

Зміна $M \rightarrow$ Зміна $i \rightarrow$ Зміна валютного курсу \rightarrow Зміна чистого експорту \rightarrow Зміна ВВП [180].

Якщо розглянути цей процес із точки зору взаємодії фінансових та фінансово-товарних потоків, отримаємо наступне (Рис. 1.13). Центральний банк змінює регулюючий 9 потік, що викликає реакцію фінансового ринку, елементом якого виступає валютний курс. Відповідно, усі потоки, які пов'язують національне господарство із зовнішніми ринками реагують на такі зміни. Тобто фактично 9 потік впливає на величини 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17 та 18 потоків через валютний курс. Різниця 13 та 11 потоків визначає чистий експорт, який є складовою ВВП.

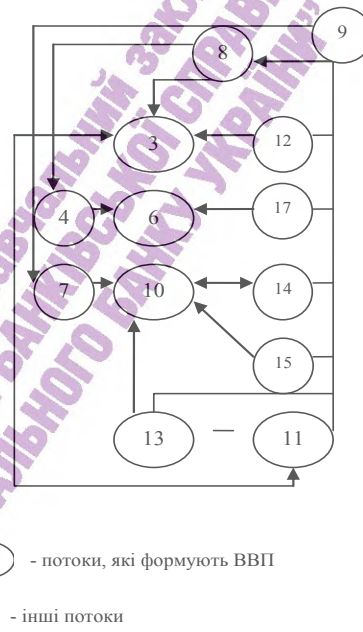


Рис. 1.13. Вплив грошово-кредитної політики на ВВП через потокові взаємодії суб'єктів економіки у відкритому середовищі

Саме динаміка сальдо цього показника внаслідок використання інструментів монетарної політики, регулюючих вартість національної грошової одиниці, характеризує дію каналу валютного курсу. Відповідно, здешевлення національної валюти стимулює експорт, скорочуючи імпорт, а ревальвація – навпаки. Але виходячи із того, що існують інші потоки, які пов'язують внутрішню економіку із зарубіжжям, пропонуємо розглянути

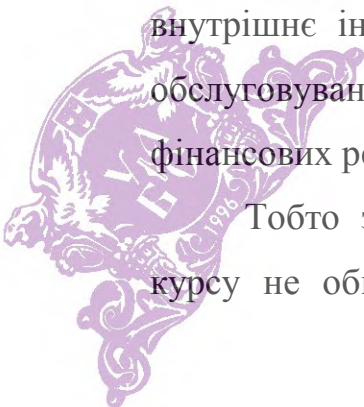
можливі шляхи впливу шоків валютного курсу на останні складові ВВП (Рис. 1.13).

Велика кількість дешевого імпорту (за умов збільшення курсу), зменшить споживання приватного сектору (3) за рахунок зміни його структури на користь іноземного виробника. Домогосподарства, які експортують власні ресурси, а зокрема – робочу силу, також втратять частину прибутку, що негативно відобразиться на їх доходи, а відповідно – на споживанні. І навпаки – при девальвації валюти відбувається переорієнтація на внутрішні ринки споживання, але одночасно, падає реальний добробут населення, яке продає ресурси на внутрішньому ринку, при збільшенні статку тих, хто працює за кордоном.

Витрати держави з обслуговування існуючих іноземних кредитів за умови зростання курсу зменшаться, відповідно, збільшуючи доходи, що має позитивно вплинути на споживання державного сектору. Девальвація ж означатиме збільшення видатків та зменшення споживання.

Інвестиційна складова ВВП залежить від кількості імпортованого устаткування, отже, здешевлення іноземної продукції, що виникло внаслідок зростання курсу, викличе підвищення попиту на неї і скоротить обсяг внутрішніх інвестицій. 15 потік характеризує кількість зовнішніх кредитів за умови доступу фірм на іноземні ринки капіталу. Ревальвація внутрішньої валюти зробить таке фінансування привабливішим та викличе підвищення попиту, але не на вітчизняне обладнання. Крім того це означатиме менший прибуток для іноземних інвесторів, що може викликати скорочення іноземних інвестицій. І навпаки – девальвація означатиме подорожчання іноземних аналогів обладнання і переорієнтує корпоративний сектор на внутрішнє інвестування. Одночасно це означатиме збільшення витрат на обслуговування існуючих кредитів та переорієнтацію на внутрішній ринок фінансових ресурсів, а також збільшення прибутку для іноземних інвесторів.

Тобто за умови достатньої відкритості економіки вплив валютного курсу не обмежується лише сальдо чистого експорту, а змінює й інші



складові ВВП, торкаючись як споживання господарств і держави, так і інвестиційної складової, особливо за умови великої питомої ваги зовнішніх кредитів у структурі активів/пасивів економічних агентів.

Висновки до розділу 1.

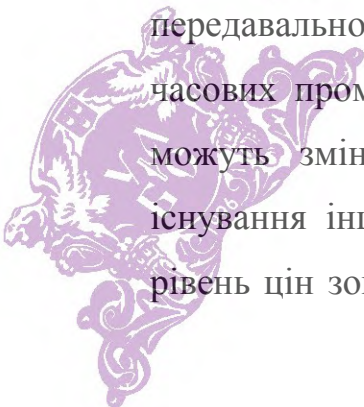
1. Трансмисійний механізм монетарної політики визначає ефективність використання тих чи інших інструментів грошово-кредитного регулювання та являє собою ланцюг реакцій між фінансовими та реальними змінними, які відображають поведінку суб'єктів економіки, та забезпечують вплив рішень монетарної влади на реальні економічні процеси.

2. Структура трансмісійного механізму складається з каналів, які являють собою своєрідні ланцюжки макроекономічних змінних, по яких передається імпульс змін, який генерується монетарною владою за допомогою інструментів грошово-кредитної політики.

3. До розуміння явища монетарної трансмісії та кількості і принципів роботи каналів даного механізму не сформувався єдиного підходу. Характер взаємозв'язків між ключовими змінними відрізняється для кожної окремої країни, тому центральні банки формують власні моделі передавального механізму, виходячи із специфічних характеристик економічного середовища. Однак найбільш розповсюдженими у таких моделях є процентний канал, кредитний, канал валютного курсу, цін активів та канал очікувань.

4. У структурі монетарної політики трансмісійний механізм з'являється на стадії передачі грошових імпульсів через інструменти від суб'єктів управління до фінансового ринку та далі – до реального сектору.

5. Існує декілька факторів, що перешкоджають вивченню передавального механізму грошово-кредитної політики, зокрема: існування часових проміжків (лагів), які практично неможливо спрогнозувати та які можуть змінюватися із часом під впливом економічного середовища, існування інших важелів впливу на економічну кон'юнктуру в цілому та рівень цін зокрема, окрім грошово-кредитної політики, наприклад, зовнішні



шоки або технологічні та структурні зміни, запровадження інституційних змін, новітніх технологій та ін. Крім того запровадження інституційних змін, новітніх технологій та зміни поведінки економічних суб'єктів призводять до значних коливань та перетворень не лише у силі дії того чи іншого каналу, а взагалі самої структури трансмісійного механізму монетарної політики.

6. Оскільки носіями взаємодій економічних агентів виступають саме потоки різної природи, то і вплив суб'єктів один на одного відбувається через зміну характеру їх руху. Таким чином, передача імпульсів перетворень та переходу економічного середовища до нового стану відбувається саме через регулювання різних характеристик потоків, що сполучають суб'єктів господарювання. Тоді трансмісійний механізм монетарної політики можна визначити як сукупність фінансових потоків, які визначають структуру зв'язків між ключовими змінними, та змінюються під впливом інструментів грошово-кредитного регулювання.

Основні результати дослідження за розділом 1 опубліковані в працях [74; 75; 76; 77;73].



РОЗДІЛ 2

МЕТОДИЧНІ ПІДХОДИ ДО СТРУКТУРИЗАЦІЇ ПЕРЕДАВАЛЬНОГО МЕХАНІЗМУ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ У ВІДКРИТІЙ ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ

2.1. Передумови ефективного функціонування каналів передавального механізму грошово-кредитної політики

Проблематика побудови реалістичної моделі трансмісійного механізму є ключовою для будь-якого центрального банку, оскільки саме адекватність зв'язку монетарних та реальних макроекономічних змінних визначає межі впливу грошово-кредитної політики на економічне зростання та ділову активність.

Серед основних чинників, які визначають ефективність функціонування трансмісійних каналів можна виділити два головні: стабільність руху грошових потоків та послідовність дій монетарного керівництва держави (ефективна комунікаційна політика). Перша прямо впливає на швидкість передачі монетарних імпульсів [2], а друга формує ділову поведінку суб'єктів господарювання через інформаційне коло економічних зв'язків [137].

Стабільність руху грошових потоків фактично означає стабільність попиту на гроші та, відповідно, швидкості їх обертання.

Питання дослідження попиту на гроші піднімається у працях багатьох зарубіжних та вітчизняних економістів. Серед них, на наш погляд, найвизначнішими були праці М. Фрідмена, Дж. Кейнса та І. Фішера. Вітчизняні науковці також приділяли достатньо уваги дослідженням у цій сфері, наприклад, роботи А. Гальчинського, Ю.Половнєва, О. Дзюблюка та ін. [22, 112, 35].

Слід пам'ятати, що функція попиту є змінною, оскільки відображує вибір агента між двома видами активів. Відповідно, обираючи гроші у якості засобу нагромадження (тобто підвищуючи попит) він таким чином зменшує швидкість їх обертання і навпаки.

Серед факторів, які можуть впливати на швидкість обертання грошей у довгостроковому періоді можна виділити наступні:

- Введення фінансових інновацій, а також змін у сфері платежів, що дозволяє усунути витрати на переведення активів з однієї форми в іншу;
- Використання економічними агентами різних кредитних продуктів, наприклад, кредитних карток чи ліній;
- Структурні фактори економічного середовища, які викликають прискорення обертання грошей у періоди пожвавлення економіки та уповільнення при рецесії.

Оберненим показником до швидкості грошей є монетизація економіки. Пропонуємо докладніше розглянути сутність даного поняття. Сьогодні ми можемо трактувати його одразу із двох точок зору:

- як переведення платежів у грошову форму (мається на увазі, наприклад, монетизація пільг);
- як коефіцієнт монетизації економіки, монетизації розрахунків, тобто насиченості економіки грошима.

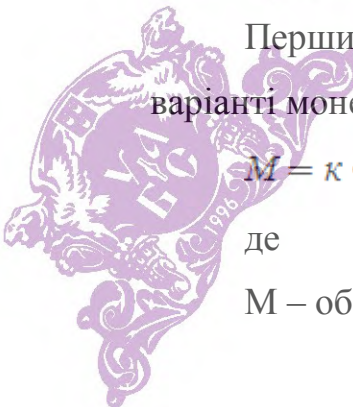
У контексті вивчення механізму грошово-кредитного регулювання в першу чергу нас буде цікавити монетизація як економічний показник, що характеризує економічну кон'юнктуру. У економічній літературі можна зустріти декілька її визначень.

Першим коефіцієнт монетизації (КМ) ввів А. Маршалл у своєму варіанті монетаристського рівняння обміну.

$$M = k \cdot P \cdot Y, \quad (2.1)$$

де

M – обсяг грошової маси в обігу;



P – середній рівень цін на товари;

k – коефіцієнт Маршалла;

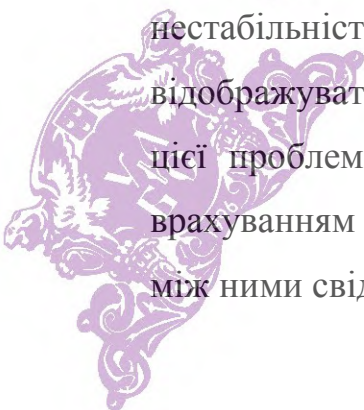
Y – обсяг національного доходу або валового національного продукту.

При чому він визначав його із точки зору вибору економічними суб'єктами тих чи інших варіантів використання доходу, який здійснюється завдяки: «порівнянню прибутків від збільшення резервів готівки із прибутками від можливого використання цих грошей для придбання товару або для вкладання у підприємство або цінні папери на фондовій біржі» [72]. Отже, фактично коефіцієнт Маршалла визначає ту частину активів, яку економічні суб'єкти бажають постійно тримати у готівці.

Більш звичним для нас є трактування коефіцієнту монетизації як відношення грошової маси (готівка та кошти на рахунках підприємств та вкладів населення у банках) до обсягу Валового внутрішнього продукту, який дає уяву про ступінь забезпеченості економіки грошима, що необхідні для здійснення розрахунків, платежів, виплат заробітної платні, та трансфертних платежів [42].

За іншим автором рівень монетизації економіки — запас грошової маси на 1 грн. валового національного продукту, який дорівнює відношенню грошової маси та ВВП [19].

Важливо, що показник монетизації є комплексним, оскільки відображує загальну насиченість економіки грошима. Слід зазначити, що, як правило, у розрахунках використовується агрегат $M2$, який включає в себе лише національну валюту. Однак у такому випадку можливі проблеми при визначенні реальної економічної ситуації, оскільки на кількість готівки та вкладів у національній валюті можуть впливати недовіра до влади, нестабільність грошової одиниці та інше. Тоді показник монетизації буде відображувати не реальне становище, а очікування населення. Для вирішення цієї проблеми можна розраховувати додатково коефіцієнт монетизації із врахуванням вкладів у зарубіжній валюті. Наявність суттєвих розбіжностей між ними свідчатиме про існування вище зазначених тенденцій.



Найбільш вдалим представляється визначення монетизації за Грековим. Монетизація економіки – одна з найважливіших об'єктивних характеристик економічної системи, яка відображує насиченість ліквідними активами, здатними виконувати такі функції, як засіб платежу та обігу і визнаними у якості грошей. Рівень монетизації економіки у кінцевому варіанті визначається ступенем розвитку фінансово-кредитної системи та економіки в цілому, але разом із тим, монетизація визначає свободу руху капіталу в економіці [27].

У цьому визначенні розкрито і суть і першопричини, які пояснюють зв'язок забезпеченості економіки грошима та ефективності грошово-кредитної політики. Пропонуємо зупинитися на даному механізмі детальніше.

У багатьох працях як вітчизняних так і закордонних економістів говориться про наявність взаємозв'язку між показником ВВП на душу населення та рівнем монетизації [17; 136]. Пояснюється це достатньо просто: у структурі споживання країн, які розвиваються, переважають товари щоденного вжитку, а лівова частка доходів економічно активного населення іде на задоволення першочергових потреб. Відповідно, у структурі грошових агрегатів найбільшу питому вагу займає готівка, а обсяги заощаджень значно менші. Крім того більш широкі агрегати не матимуть такої ваги як у розвинених країнах, а відповідно, нижчим буде і коефіцієнт монетизації. Багато країн із невисоким доходом на душу населення мають M0 більше 10% (рис. 2.1). KM по M3 у цих країнах, як правило, не перевищує 25% (виключенням є лише Китай – 80,4%).



Рис. 2.1. Коефіцієнт монетизації по M0, 2003 р.



Із зростанням ВВП на душу населення коефіцієнт монетизації по M0 знижується, але зростає KM по M1 і ще у більшій мірі KM по M4 (табл. 2.1).

Зростання реального ВВП зумовлює підвищення рівня реальних грошових доходів та платоспроможного попиту населення. У свою чергу зростання купівельної спроможності веде до збільшення обсягу реальних витрат та зміни структури споживання, а це викликає зменшення питомої ваги витрат на товари постійного попиту. До того ж із збільшенням добробуту населення зростає і обсяг довгострокових заощаджень. Все це зумовлює зміну структури попиту на гроші: відбувається відносно зниження попиту на готівку та відносно зростання попиту на безготівкові гроші у формі банківських вкладів до запитання та строкових депозитів у зв'язку із необхідністю накопичення значних сум для оплати товарів довгострокового користування та послуг. Питома вага готівки, яка має високу швидкість обертання знижується у структурі широкої грошової маси, та, відповідно, зростає коефіцієнт монетизації економіки.

Отже, чим вищий ступінь насиченості економіки грошима, тим більша питома вага безготівкових грошей у структурі агрегату M2.

Таблиця 2.1

Рівень монетизації економіки та ВВП на душу населення, 1997 р.

ВВП на душу населення	M0/V ВП	M1/V ВП	M2/V ВП
до 1 тис. дол.	7,2	14,2	26,3
1 – 3 тис. дол.	6,3	15,3	42,1
3 – 8 тис. дол.	5,9	16,1	46,6
більше 8 тис. дол.	5,7	21,9	77,0

Джерело: [136].

Тобто, чим більша економічна залежність ділової активності та добробуту населення від фінансового сектору, тим більшою буде ефективність трансмісії імпульсів, які створює монетарна влада.

За умов недомонетизованої економіки спостерігається дуже занижена

реакція макропоказників на монетарні імпульси. Згідно з результатами проведених досліджень реакція на монетарні імпульси у Польщі у 2002 р. була у 2 рази слабше за відповідну реакцію ринку Великобританії у 1999 р. А коефіцієнт монетизації польської економіки виявився набагато нижче коефіцієнту монетизації економіки Великобританії [192].

Рівень монетизації економік розвинених країн на початку 1990-х рр. становив більше 50% (Рис.2.2).

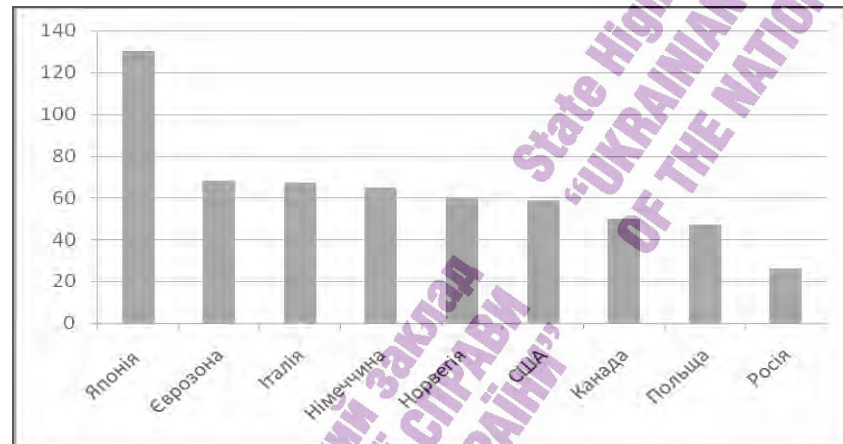


Рис.2.2 Рівень монетизації економіки розвинених країн M2/ВВП

Розглянемо динаміку коефіцієнту монетизації в Україні у 1996-2005 рр. (табл. 2.2). Наведені у таблиці 1 показники забезпеченості національної економіки грошовими засобами за період з 1996 р. по 2006 р. демонструють тенденцію до поступового зростання. Основою цього стало стабільне превалювання темпів зростання грошових агрегатів над темпами зростання ВВП, що разом з помірними темпами інфляції за цей період, дозволяє говорити про високі абсорбційні властивості національної господарської системи по відношенню до грошових ресурсів.

При цьому нелінійних характер залежності змін показників монетизації від змін певних кількісних монетарних параметрів свідчить як про складність та багатофакторність процесів, які відбуваються у фінансовій сфері, так і про істотні перетворення у грошово-кредитних відносинах, які мали місце у даний період [5]. Проте ми можемо спостерігати зниження показників монетизації економіки у 2006 р., що говорить про скорочення темпів зростання монетарних агрегатів.

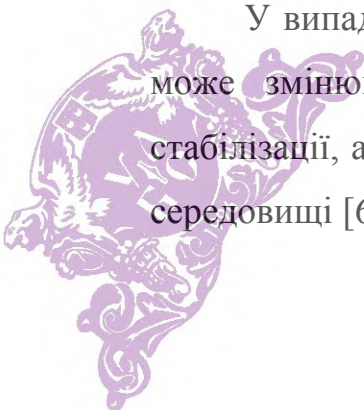
Рівень монетизації економіки вважається достатнім тоді, коли коефіцієнт складає 70% (або хоча б 60%). В Україні на вересень 2006 року він становив 43,22%. Потрібно зазначити, що заходи щодо утримання низького рівня коефіцієнту монетизації в Україні були вимушеними. При умові доведення монетизації до оптимального значення, НБУ своїми діями викликав би інфляцію приблизно 60% [71]. Протягом 2007-2008 років ми могли спостерігати підвищення показників монетизації економіки, яке супроводжувалось падінням реального ВВП. Таке зростання було викликане збільшенням темпів інфляції, що підтверджує вище наведене твердження.

Таблиця 2.2

Грошова пропозиція та коефіцієнт монетизації в Україні у 2000-2009 рр.

Індекс	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
ВВП, млн. грн.	170070	204190	225810	267344	345113	44142	537667	720 731	948 056	914720
Грошова пропозиція (М3), млн. грн.	332252	45755	64870	95043	125801	194071	224953	396 156	515 727	487 298
З них:										
М0	12799	19465	26434	33119	42345	60231	65898	111 119	154 759	157 029
М1	20762	29796	40281	53129	67090	98573	107711	181665	225128	233748
М2	31544	45186	64321	94855	125483	193145	223667	391272	512528	484772
Рівень монетизації М0, %	7,5	9,5	11,7	12,4	12,3	14,2	12,2	15,4	21,4	21,7
Рівень монетизації М1, %	12,2	14,6	17,8	19,9	19,4	23,2	20,0	25,2	31,2	32,4
Рівень монетизації М2, %	18,5	22,1	28,5	35,5	36,4	45,5	41,6	44,3	46,5	45,2
Рівень монетизації М3, %	19,0	22,4	28,7	35,6	36,5	45,7	41,8	46,09	47,96	46,6

У випадку перехідної економіки монетизація як і швидкість обертання може змінюватись досить суттєво після досягнення макроекономічної стабілізації, а також під дією структурних зрушень та змін в інституційному середовищі [63], що яскраво ілюструє Рис. 2.3.



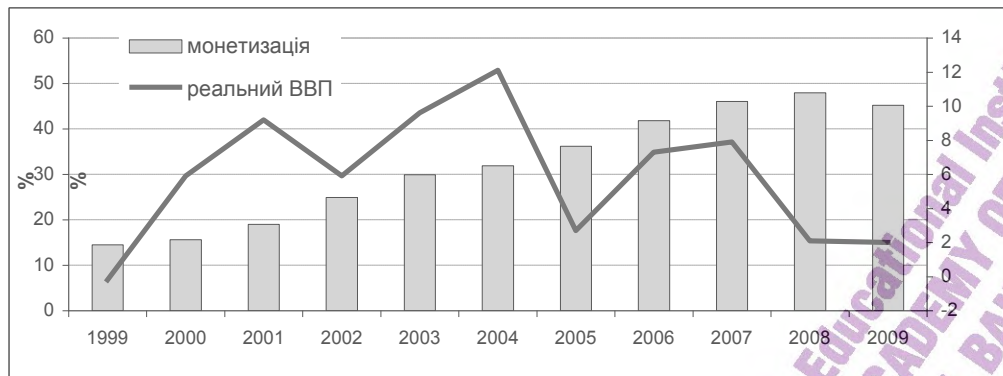


Рис. 2.3. Рівень монетизації економіки та реальний ВВП

Ще одним показником, який тісно пов'язаний із монетизацією економіки та попитом на гроші є коефіцієнт готівкових заощаджень ($k_{аз}$), який характеризує ту частину коштів, яка залишається у розпорядженні агентів та відкладається «на чорний день». Відповідно, зростання частки таких заощаджень провокуватиме зростання попиту на гроші. Він розраховується як різниця між одиницею та відношенням кількості залишків депозитів у банках до загальної суми заощаджень домогосподарств за рік. При цьому загальний обсяг заощаджень визначається як різниця між доходами та витратами. Максимальне значення $K_{аз} = 1$. Оскільки на практиці депозитні вкладення ніколи не бувають 0, то коефіцієнт буде нескінченно наближатися до 1. Відповідно, мінімальне значення даного коефіцієнта буде нескінченно близьким до 0. Якщо ж $K_{аз}$ буде від'ємною величиною (тобто депозити будуть більші від обсягу загальних заощаджень), то мова може йти про наявність тіньових потоків доходу. Зміни динаміки даного коефіцієнту також відображають і ступінь довіри населення до банківської системи: позитивна динаміка демонструватиме зниження довіри до фінансових установ та, відповідно, зростання попиту на гроші, негативна – навпаки (Рис.2.4).

Послідовність дій монетарного керівництва держави визначає ступінь довіри економічних агентів, а отже, впливає на формування очікувань щодо майбутніх рівнів інфляції, процентних ставок та валютного курсу. Обрана монетарна стратегія виражається через комплекс заходів комунікаційної політики центрального банку. Ефективність останньої визначається відповідністю змін очікувань суб'єктів економіки щодо майбутніх умов

фінансового середовища заходам, які здійснює центральний банк. Менеджмент очікувань – так її називають зарубіжні економісти – у розвинених країнах посідає провідне місце серед інструментів грошово-кредитного регулювання та є основним фактором, який визначає дію каналу процентних ставок. У реаліях вітчизняних умов ефективність комунікаційної політики дуже обмежена внаслідок непередбачуваності змін макроекономічних умов та значних рівнів інфляції. Додатковим фактором, який ускладнює її здійснення, є домінування кількісних параметрів на кредитному ринку та порівняно невисока значимість процентної політики у трансмісії монетарних імпульсів до реального сектору [94].



Рис. 2.4. Коефіцієнт готівкових заощаджень та швидкість обертання грошей в економіці

Однак крім зазначених передумов ефективної дії передавального механізму монетарної політики, існують фактори, які визначають особливості структури та результативності його каналів. Дане питання досліджується у працях багатьох науковців як зарубіжних, так і вітчизняних.

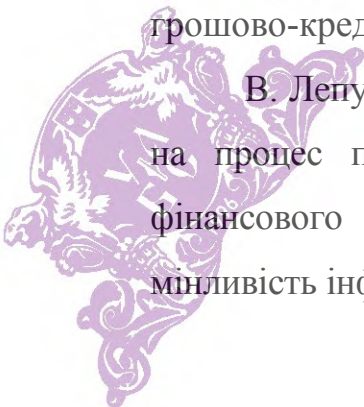
Наприклад, С. Моїсєєв у своїй роботі відзначає, що формування структури трансмісійного механізму грошово-кредитної політики у першу чергу залежить від типу фінансової системи країни, оскільки вона визначає специфіку каналів, через які можуть проходити монетарні імпульси. У першій, банківській фінансовій системі, ресурси розподіляються переважно через банківський сектор економіки. У другій, ринковій – фінансування

реального сектора економіки здійснюється через ринок цінних паперів. Сьогодні ринкова фінансова система найбільш яскраво представлена крім США у Великобританії й Канаді, а банківська фінансова система – крім Німеччини в Австрії і Японії. Як правило, банківські системи більш властиві для країн, що розвиваються, у той час як ринкові системи – розвиненим країнам. Хоча в 1990-і рр. в усім світі спостерігається дрейф національних фінансових систем у бік ринкової, чіткий поділ обох типів продовжує зберігатися [91]. Якщо головний «плюс» ринкової фінансової системи полягає в ефективності розподілу ресурсів, то головна перевага банківської системи – в її високій стабільності.

С. Цечетті виділяє ряд більш детальних характеристик, які визначають силу дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики: структурні характеристики банківської системи (кількість банків на 1 млн. осіб та концентрація капіталу – відношення обсягу активів 5-ти найбільших банків країни до загальних активів); її фінансовий стан (рентабельність активів, обсяг резервів на покриття неповернених кредитів, процентна маржа, операційні витрати); важливість зовнішнього фінансування (кількість компаній у біржовому лістингу, відношення вартості активів компаній у лістингу до ВВП, відношення загального корпоративного боргу до ВВП та відношення наданих банками кредитів до загальних обсягів залучених корпоративним сектором ресурсів) [157].

У дослідженні К. Корищенка до структурних факторів, які визначають дієвість передавального механізму, окрім суто фінансових характеристик середовища віднесені: структура внутрішнього попиту, ступінь відкритості економіки та загальні характеристики, які відображують функціонування грошово-кредитної складової економічної системи [56].

В. Лепушинський виділяє серед факторів, які справляють значний вплив на процес передачі монетарних імпульсів, рівень та глибину розвитку фінансового сектору, величину премії за ризик, інфляційні очікування, мінливість інфляції, валютний курс, доларизацію, мобільність капіталу, ступінь



відкритості економіки, вплив на інфляцію з боку немонетарних чинників, інші структурні чинники, до яких відносяться ступінь участі держави в регулюванні окремих товарних ринків і цін на них, частка державної власності в корпоративному секторі, захист прав власності та ін. [61].

Пропонуємо систематизувати усі зазначені фактори і визначити перелік головних параметрів економічного середовища, що впливають на дієвість трансмісійного механізму, та стан яких буде давати змогу оцінити потенціал сили передачі монетарних імпульсів від фінансового до реального секторів.

Усю сукупність передумов ефективного функціонування передавального механізму монетарної політики можна поділити на дві групи: загальні економічні передумови та структурні характеристики фінансової системи (табл. 2.3).

Таблиця 2.3.

Передумови ефективного функціонування передавального механізму монетарної політики

Загальний стан розвитку економічної системи	Характеристики стану фінансового сектору
Коефіцієнт монетизації економіки	Тип фінансової системи країни
Коефіцієнт готівкових заощаджень	Структурні характеристики банківської системи
Внутрішній попит	Фінансовий стан банківського сектору
Ступінь відкритості економіки	Строкова структура кредитно-інвестиційного портфелю комерційних банків
Величина доходів та видатків державного бюджету (фіскальна політика)	Рівень та глибина розвитку фінансових ринків
Ступінь участі держави у регулюванні товарних ринків та цін	Послідовність дій монетарної влади та їх відповідність проголошеній стратегії
Частка державної власності у корпоративному секторі	Використання адміністративних важелів регулювання фінансового ринку
Ступінь розвитку та ефективність законодавства із захисту корпоративних прав суб'єктів господарювання	Ступінь участі держави у кредитуванні реального сектору
Ефективність корпоративного управління	Ступінь доларизації активів та мобільність капіталу

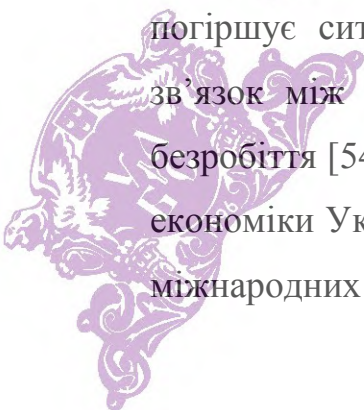
Показники першої групи характеризують рівень розвитку економіки та

готовність сприймати зміни у грошово-кредитній політиці. Коефіцієнт монетизації, коефіцієнт грошових заощаджень та їх вплив на рух грошових потоків були розглянуті вище.

Стан внутрішнього попиту виражається у структурі сукупного споживання. У дослідженнях Ч. Ерсіга - А. Левіна та Дж. Пірсмена - Ф. Смеца визначено, що саме споживання товарів тривалого користування не менш ніж у 3 рази більш чутливе до змін процентних ставок у порівнянні з іншими компонентами попиту [164; 185]. А отже, потенційно сила дії каналів трансмісійного механізму, які впливають на економічне зростання через зміни у споживанні, буде більшою у країнах, де витрати на товари довготривалого користування є основною складовою сукупних витрат населення.

В Україні основною складовою витрат є продовольчі товари, які складають 48,9% сукупних витрат, тоді як непродовольчі товари – 35,1%. Однак, порівнюючи із 1999 р., частка товарів тривалого користування значно виросла – тоді вона становила 28,5%. Таким чином, хоча у порівнянні із розвиненими країнами даний показник продовжує залишатися заниженим (витрати на продовольчі товари там складають не більше 10-15%), проте його поступове поліпшення зміцнює підґрунтя для дієвості монетарної трансмісії.

Ступінь відкритості економіки за результатами досліджень впливає на результативність монетарної політики. Так за моделлю Д. Ромера зниження рівноважних рівнів інфляції у країні пов'язане із рівнем її відкритості [189]. Серед вітчизняних науковців даній проблематиці присвячені дослідження В. Козюка, який емпірично довів, що при визначенні монетарної стратегії для малих економік фактор відкритості є актуальним для вибору на користь стабілізації інфляції, тоді як для великих економік відкритість швидше погіршує ситуацію щодо неї, оскільки для них характерний негативний зв'язок між інтенсивністю залучення у міжнародну економіку та рівнем безробіття [54]. З огляду на зазначені результати значний ступінь відкритості економіки України, окрім певних загроз та залежності ВВП від кон'юнктури міжнародних товарних ринків, створює передумови для позитивного зв'язку

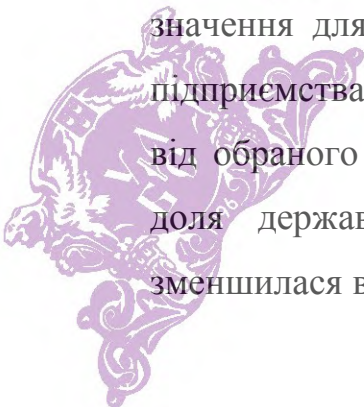


між монетарною політикою та економічним зростанням і поліпшенням соціальної ситуації.

Фіскальна політика в останні роки характеризується певною незбалансованістю. Так, у порівнянні із 2000 р. відношення видатків державного бюджету до ВВП у 2008 р. збільшилося на 5%. При цьому аналогічний показник для доходної частини збільшився лише на 2%. А величина бюджетного дефіциту склала 1,5% у порівнянні із 0,6% у 2000 р. Важливою також є структура видатків головного кошторису країни: лівову частку у ній займають витрати на соціальне забезпечення та захист. З іншого боку – вагому частку доходів держава отримує від приватизаційних процесів, отже, має місце використання коштів від продажу власності держави на поточне споживання. Зростання доходів викликає підсилення інфляційних процесів, які в свою чергу негативно впливають на ділову активність корпоративного сектору, що виражається у скороченні пропозиції та зростанні цін. Крім того посилюється вплив інфляційних очікувань населення на ділову активність, і сама мінливість показників індексів зростання цін може значно ослаблювати потенціал передачі грошово-кредитних імпульсів. Оскільки ефективність монетарної політики у значній мірі залежить від узгодженості дій керівництва держави, то таке розходження поставлених цілей із фактичними діями уряду негативно впливає на дію каналів передачі монетарних імпульсів.

Ще одним фактором, який послаблює потенціал роботи каналів трансмісійного механізму є наявність жорстких цін та тарифів, підвищення величини яких у підсумку викликає здороження усіх пов'язаних із ними товарів та послуг.

Частка державної власності у корпоративному секторі також має значення для результативності заходів монетарної політики, оскільки такі підприємства можуть отримувати пільгове фінансування, яке не залежатиме від обраного напрямку грошово-кредитної стратегії. Однак останнім часом доля державної власності у загальній кількості підприємств значно зменшилася внаслідок активних приватизаційних процесів, отже, передумови

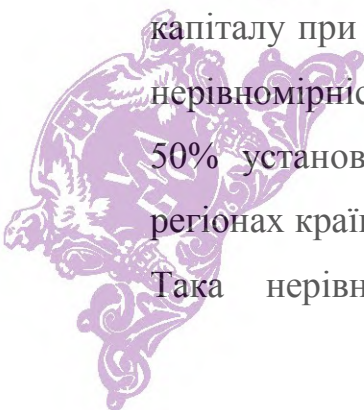


ефективної дії передавального механізму поліпшуються.

Ефективність корпоративного управління та розвиток відповідного законодавства є факторами, які визначають прозорість функціонування реального сектору та впливають на рішення інвесторів щодо вкладання коштів. Зменшення інформаційної асиметрії та покращення якості та транспарентності інформації позитивно діють на можливість адекватного оцінювання ризиковості фінансових операцій та збільшення ефективності ризик-менеджменту. Тобто рівень розвитку корпоративного управління здатен суттєво вплинути як на доступність кредитних ресурсів для суб'єктів господарювання, так і на розмір ризик-премії у структурі процентних ставок. В українських реаліях за існування великої кількості фінансово-промислових груп та олігополістичної конкуренції на ринку даний фактор не набув достатнього розвитку.

Щодо характеристик функціонування фінансового сектору, то Україна належить до країн із банківським типом фінансової системи, що автоматично означає існування значної інформаційної асиметрії на фінансовому ринку. Отже, при розподілі кредитних ресурсів особливого значення набирає ефективність ризик-менеджменту банку, оскільки у випадку надмірної інформаційної асиметрії, насамперед, при кредитуванні малого бізнесу, моніторинг, проведений позикодавцем, має лише часткову ефективність. Така ситуація пояснює надвисоку вагу премій за ризик у процентних ставках комерційних банків, що створює передумови для роботи кредитного каналу передачі монетарних імпульсів та, відповідно, знижує ефективність процентної політики.

Банківська система України характеризується значною концентрацією капіталу при достатній кількості банківських установ. Однак, слід відмітити нерівномірність забезпеченості регіонів банківськими послугами – більше 50% установ знаходяться та мають головні офіси у Києві або східних регіонах країни. Тоді як західні регіони мають значно менший доступ до них. Така нерівномірність розташування комерційних банків відображує

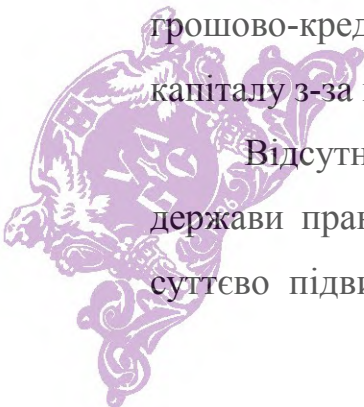


загальний дисбаланс економічного розвитку країни. У 2009 р. фінансовий стан банківської системи значно погіршився внаслідок проблем ліквідності, які стали наслідком світової фінансової кризи. Усі ці фактори разом не сприяють підвищенню потенціалу передавального механізму грошово-кредитної політики та створюють передумови для збоїв у функціонуванні не лише процентного, а і кредитного каналів монетарної трансмісії.

Строкова структура кредитно-інвестиційного портфелю також має суттєве значення для швидкості передачі монетарних імпульсів. Цей зв'язок залежить не лише від ступеню дії змін у процентній політиці центрального банку на ставки по кредитах економічним агентам, а і від того наскільки швидко ці нові процентні ставки викличуть зміни середньозваженої вартості кредитних ресурсів. Чим коротші ці строки, тим швидше зміняться кредитні та депозитні ставки. Зазвичай, у економіках, що розвиваються, кількість кредитів та депозитів, які перевищують за строками 1 рік, значно менша ніж у розвинених країнах. Українська економіка у 2009 р. характеризується приблизно рівним розподіленням кредитних коштів за строками, що означає більш тривалий період у зміні середньозважених процентних ставок.

Фінансовий ринок України як наслідок особливості типу фінансової системи характеризується нерівномірністю свого розвитку: достатньо розвинена банківська система, яка виступає основним джерелом кредитних ресурсів, домінує над нерозвиненим фондовим ринком. При цьому слід взяти до уваги збільшення частки іноземного капіталу у статутному капіталі комерційних банків, яка на 2009р складала 37,6%, що окрім збільшення конкуренції на даному ринку (що є позитивним фактором) також означає зменшення ступеню контролю центрального банку та дієвості інструментів грошово-кредитної політики внаслідок збільшення обсягів залучення капіталу з-за кордону.

Відсутність розвинутого фондового ринку у фінансовому секторі нашої держави практично виключає роботу каналу цін інших активів. Крім того суттєво підвищуються транзакційні витрати економічних агентів, а також

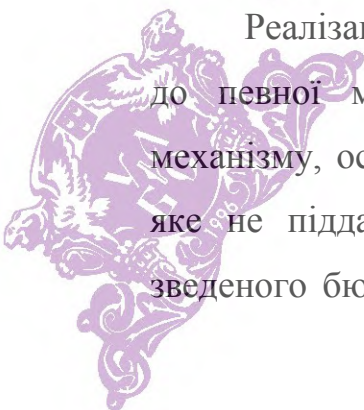


затрати на випуск цінних паперів, та створюються умови, коли невеликі групи гравців ринку мають змогу впливати на його кон'юнктуру. Недостатня участь дрібних інвесторів та низька поінформованість населення щодо діяльності даного ринку призводять до того, що механізми ціноутворення не працюють. Відсутність дієвого законодавства по захисту прав власності інвесторів та акціонерів, а також значна концентрація прав власності створюють підґрунтя для вкладення значної кількості фінансових активів у непродуктивні операції (купівля іноземної готівкової валюти, наприклад).

Ще однією особливістю української фінансової системи є переважання неорганізованого ринку цінних паперів, що утруднює визначення реальної ціни активів та призводить до його непрозорості. А відсутність єдиної узгодженої політики держави із регулювання ринку власних цінних паперів робить неможливим його використання для відчутного впливу на грошову пропозицію.

Використання адміністративних важелів регулювання фінансового ринку також не сприяє ефективності інструментів грошово-кредитної політики, оскільки таке втручання порушує процеси саморегулювання економічної системи та створює певні бар'єри для вільного руху грошових потоків. В українській економіці адміністративний вплив був широко задіяним та ефективним інструментом у період стабілізації інфляційних процесів, сьогодні в умовах триваючої лібералізації руху потоків капіталу, їх використання значно зменшилося, зокрема була знята вимога продажу 50% валютної виручки суб'єктів господарювання. Однак світова фінансова криза створює новий виклик економічній стабільності. У таких умовах даний інструмент може певною мірою обмежити негативні прояви, захистивши національну економіку від впливу зовнішніх шоків.

Реалізація програм державної підтримки провідних галузей економіки до певної міри може знижувати ефективність каналів трансмісійного механізму, оскільки підприємства отримують необхідні ресурси із джерела, яке не піддається впливу монетарної влади. Однак у структурі витрат зведеного бюджету за 2009 р. надані кредити склали 5875,975 млн. грн.,



тоді як обсяг довгострокових кредитних ресурсів на розвиток економіки, наданих комерційними банками України, у тому ж році становив 168200 млн. грн., що значно перевищує обсяги державного фінансування [117].

Ступінь доларизації активів фактично виражає рівень довіри суб'єктів господарювання до національної валюти, та є індикатором певної економічної нестабільності. Причинами її виникнення, як правило, є недостатність довгострокових фінансових ресурсів у національній валюті та різниця у процентних ставках між кредитами за видами валют. Фактично, залучаючи вільні ресурси з-за кордону та видаючи кредити реальному сектору, банки перекладали валютні ризики на кінцевого позичальника, що призвело до невиконання отриманих кредитів протягом 2009 р. та викликало брак ліквідності у банківській системі. Крім того значна доларизація негативно впливає на дію передавального механізму монетарної політики, оскільки фінансовий стан економічних агентів у значній мірі залежить від валютної трансмісії. Під час валютно-фінансової кризи вона не дає економіці швидко відреагувати на зміну зовнішніх умов та перейти до рівноважного стану. Для України характерний високий її рівень, що значно впливає на ефективність грошово-кредитного інструментарію (Рис.2.5).

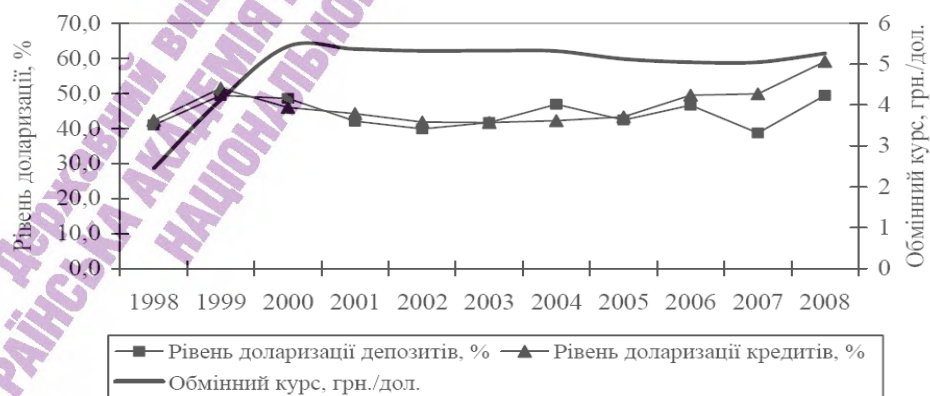


Рис. 2.5. Доларизація депозитів і кредитів в Україні та обмінний курс, 1998-2008 рр.

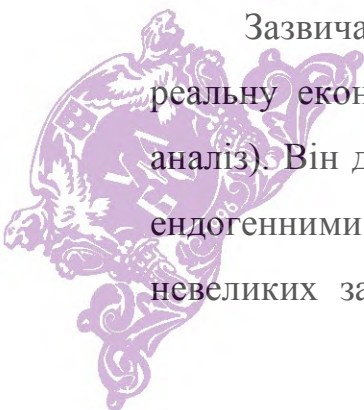
Мобільність потоків капіталу особливо відчутний вплив справляє на економіку, що розвиваються. Україна не стала виключенням з даного правила. Так нарощування кредитної активності протягом 2005-2007 рр. викликало «розігрівання» економіки через розширення пропозиції тимчасово вільних

ресурсів. Така ситуація спричинила збільшення залежності населення від фінансового сектору, що сприяло розвитку кредитного каналу трансмісійного механізму. Проте подальше стрімке скорочення обсягів потоків міждержавного капіталу, яке було викликане кризою недовіри внаслідок проблем на фінансовому ринку США, призвело до різкої девальвації внутрішньої валюти, падіння обсягів кредитування та погіршення фінансового стану економічних суб'єктів і підсилило темпи економічного спаду. Відповідно, збільшилася невизначеність дії каналів передавального механізму монетарної політики.

Отже, головними факторами, дія яких визначає проблемність ідентифікації та ефективної роботи трансмісійного механізму в українській економіці є: недомонетизованість економіки, значна частка заощаджень населення, які не залучені до фінансового ринку, неузгодженість фіскальної та грошово-кредитної політик, недостатній рівень розвитку корпоративного законодавства та управління, відсутність нормативно-правових актів, які захищають права міноритарних акціонерів, значна асиметрія інформації у реальному секторі, дисбаланс та недостатній розвиток фінансового ринку, існування значної доларизації активів та надто швидка лібералізація потоків капіталу, яка не дала змогу фінансовому ринку пристосуватися до нових умов та абсорбувати ресурси, які почали надходити із міжнародних ринків.

2.2 Канали передавального механізму монетарної політики у відкритій економіці

Зазвичай при моделюванні впливу монетарних інструментів на реальну економіку використовують метод векторних авторегресій (VAR-аналіз). Він дозволяє виявляти одночасні та лагові взаємозв'язки між усіма ендогенними змінними та їх напрямом, крім того потребує порівняно невеликих затрат, а головне – накладає мінімальну кількість апріорних



обмежень та досліджує трансмісійний механізм на базі співвідношень, які виявляються емпірично. Проте існує декілька недоліків використання згаданого механізму. Найбільш повно вони розкриті у праці Дж. Рудебуша 1997 р. [190]. Згадаємо найвагоміші з них:

Надмірна гнучкість. У багатьох випадках додаткова гнучкість, яку забезпечує VAR-модель як наслідок викликає протиріччя отриманих за моделлю залежностей із загально відомими теоретичними припущеннями. Тобто отримані функції імпульсних відгуків змінних на шоки грошово-кредитної політики суперечать існуючим теоретичним уявленням, а отже мають низьку пояснювальну здатність.

Короткостроковий та несистематичний характер впливу шоків. Залишки регресійних рівнянь у моделі векторної авторегресії, що розглядаються у якості монетарних шоків, використовуються для побудови імпульсних функцій відгуку. Останні і виступають основою для аналізу залежностей між змінними, проте у реальності значна складова частина шоку може бути структурною за своїм характером, а отже мати мало спільного із закладеними до моделі. Тобто постає питання правомірності інтерпретації отриманих відгуків як реакції змінних на реальні інструменти монетарної політики.

Проблема ідентифікації моделі. До авторегресійного рівняння включається базова ставка процента або грошова маса, які самі по собі вже є функцією від реакції влади на зміни економічного середовища. Отже, порушується економічна логіка побудови моделі.

Проблема неявної трансмісії. Векторна авторегресія бере до уваги виключно ендогенні взаємодії у межах обраного переліку змінних, а реальні економічні взаємодії можуть відбуватися під впливом третіх, загальних для них чинників. Отже, підвищується можливість отримати неадекватні функції імпульсних відгуків.



Існує ще одна, загальна для економічного моделювання часових рядів проблема – надвисокий взаємозв'язок регресорів, який викликає мультиколінеарність.

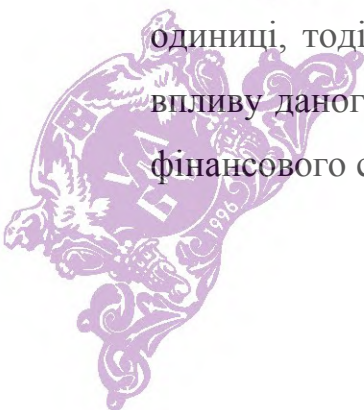
Сьогодні не існує вирішення перелічених проблем. Деякі економісти зазначають, що оскільки оцінки залишаються незміщеними, а найважливішим результатом моделі є функції відгуків, то значення окремих коефіцієнтів моделі не має вирішального впливу [153], а інші – пропонують включити до моделі додаткові змінні, які відповідають за зміну монетарних режимів та виникнення інших окремих шоків [175; 159].

У даній роботі ми пропонуємо, окрім використання стандартного статистичного інструментарію, зважити на потокову природу трансмісійного механізму та розглянути його функціонування поетапно.

Спершу побудуємо структуру грошових потоків фінансового сектору. Враховуючи специфіку поставлених завдань, ми заострили увагу на фінансових установах, оскільки тим проміжним ланцюгом передачі імпульсів монетарної влади виступають саме вони.

Отже, фінансовий сектор складається з банківської, парабанківської систем та фондового ринку [127]. Фактично, уся сукупність вихідних потоків зазначених складових формує загальний потік, що передає зміни грошово-кредитних умов до реального сектору.

Зрозуміло, що питома вага потоків кожної складової у загальній сумі буде відрізнятися для окремо взятої країни. Таким чином, оцінивши, який з підрозділів фінансового сектору володіє найбільшою часткою у загальній структурі потоків, ми визначимо, і хто з них має найбільший потенціал впливу на реальну економіку. Припустимо, що загальний потік дорівнює одиниці, тоді частка кожного з елементів у ньому визначатиме і потенціал впливу даного елемента на реальний сектор. Для України структура потоків фінансового сектору буде виглядати наступним чином:



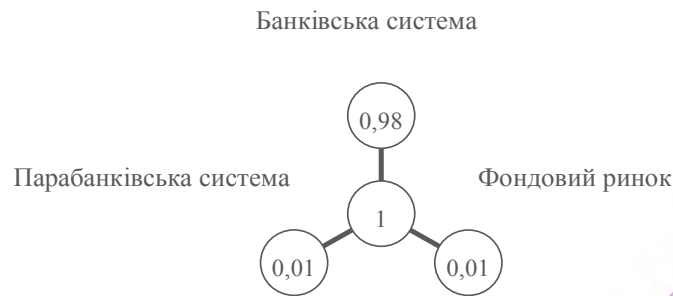


Рис. 2.6. Структура потоків фінансового сектору України.

Таким чином, ми можемо зробити висновок про те, що найвищим потенціалом передачі імпульсів монетарної влади в Україні володіє саме банківська система. Це означає, що максимальну ефективність будуть мати ті інструменти ГКП, які впливають на вихідні потоки банків, а через них на інших суб'єктів економіки. Тобто теоретично найбільш стабільними та дієвими мають виявитися наступні канали трансмісійного механізму: процентної ставки, банківського кредитування, валютного курсу та модифікація класичного каналу очікувань – канал інфляційних очікувань.

Сьогодні спектр банківських послуг досить широкий та виходить за рамки тих завдань, які повинна була виконувати банківська система на початку свого існування. Депозитарні, депозитні, інвестиційні, кредитні, трастові, посередницькі, емісійні, консалтингові та заставні послуги знаходять своє відображення у відповідних потоках фінансових ресурсів, при чому вихідні – формують активну частину балансу, а вхідні – пасивну (Табл. 2.4).

Але традиційно головною метою банківського сектору є пере розподілення тимчасово вільних коштів, отже, найбільше значення у даному контексті для нашого дослідження матимуть найбільші з тих потоків, які забезпечують виконання даної мети та пов'язують банківську систему з реальним сектором.

Звернувшись до схеми взаємодії потоків із розділу 1.3. легко визначити, що головними досліджуваними потоками є 7 та 8, тобто обсяг кредитування та залучення капіталу, при чому у реальності необхідно розглядати як кредитування домогосподарств, так і фірм. Іншим важливим зауваженням є те, що у даному випадку варто виділити 2 частини потоку: пов'язану із

переміщенням основного капіталу та вартості за користування ним. При цьому одна з них для банків буде вхідним потоком, а інша – вихідним.

Таблиця 2.4

Основні елементи грошового потоку банківського бізнесу

<i>Притоки</i>	<i>Відтоки</i>
<ul style="list-style-type: none"> - залучення депозитів, в т.ч.: <ul style="list-style-type: none"> ✓ строкові; ✓ безстрокові (поточні рахунки); - кредити, залучені банком; - залучення коштів від операцій з цінними паперами: <ul style="list-style-type: none"> ✓ залучення коштів від емісійних цінних паперів (акції, облігації тощо); ✓ залучення коштів від неемісійних цінних паперів (всі інші цінні папери: ощадні сертифікати, векселі тощо); - доходи від торговельної діяльності (спекулятивні операції з цінними паперами, операції з валютою, продаж майна тощо); - доходи від повернення раніше списаних активів; - комісійні доходи (всі операції за дорученням клієнтів); - процентні доходи: <ul style="list-style-type: none"> ✓ доходи від наданих банком кредитів; ✓ доходи від депозитів, розміщених банком; ✓ доходи від володіння цінними паперами; ✓ від володіння деривативами; - доходи від нестандартних банківських операцій: <ul style="list-style-type: none"> ✓ лізинг; ✓ факторинг; ✓ private-banking тощо; - повернення коштів з рахунків в інших банках; - повернення виданих кредитів 	<ul style="list-style-type: none"> - зменшення депозитів, в т.ч.: <ul style="list-style-type: none"> ✓ строкових; ✓ безстрокових; - кредити, видані банком; - витрати, пов'язані з торговельною діяльністю; - комісійні витрати; - процентні витрати: <ul style="list-style-type: none"> ✓ виплати за залученими кредитами; ✓ виплати за залученими депозитами; ✓ виплати за цінними паперами власного випуску; ✓ виплати за деривативами; - витрати, пов'язані з наданням нестандартних банківських операцій: <ul style="list-style-type: none"> ✓ лізинг; ✓ факторинг; ✓ private-banking тощо; - збільшення власних депозитів в інших банках; - адміністративні витрати: <ul style="list-style-type: none"> ✓ витрати на персонал; ✓ витрати на утримання та експлуатацію основних засобів (ремонт, страхування); ✓ експлуатаційні витрати (комунальні, охоронні тощо); ✓ оплата професійних послуг (юридичні, медичні тощо); ✓ витрати на зв'язок (телефонні, факс тощо); ✓ оплата податків (окрім податку на прибуток) та зборів; ✓ інші витрати, пов'язані з обслуговуванням та управлінням банку; ✓ орендні витрати; ✓ виплати до Фонду гарантування вкладів фізичних осіб; ✓ витрати пов'язані з іншими видами страхування тощо; - податок на прибуток; - витрати, пов'язані з новим будівництвом; - витрати, пов'язані з придбанням основних засобів; - витрати на підготовку кадрів; - витрати на проведення досліджень; - витрати на придбання патентів, ліцензій та інших нематеріальних активів, що амортизуються; - витрати, пов'язані з операціями цінними паперами; - витрати, пов'язані з операціями з валютою; - витрати, пов'язані з операціями з платіжними інструментами; - виплати дивідендів; - витрати пов'язані з проведенням емісії цінних паперів

Джерело: [96].

Враховуючи основний принцип функціонування будь-якої прибуткової організації, ми можемо стверджувати, що вхідні потоки та їх сталість не тільки мають вплив, а і визначають кількісні та якісні характеристики вихідних. При чому дію каналів монетарної трансмісії характеризуватимуть як перші так і останні.

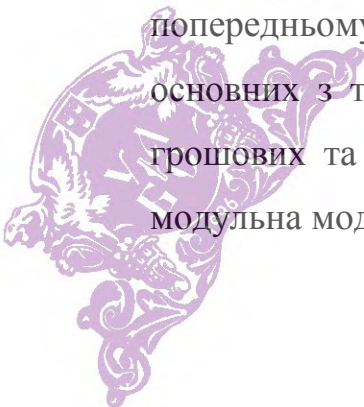
Вхідні фінансові потоки визначають певний стан трансмісійних модулів суб'єкта, у даному випадку – банківської системи.

Поняття трансмісійного модуля запропоновано Т. Унковською. За її визначенням трансмісійний модуль – це та поведінкова або фінансова характеристика інституційного суб'єкта, на яку зміна валютного курсу чинить вплив. Сукупність таких модулів утворює інституційно-поведінковий простір дії валютної трансмісії [29]. Оскільки валютна політика є елементом монетарної політики НБУ, то правомірним буде використання означеного поняття і при розгляді всього механізму передачі монетарних імпульсів. Отже, пропонуємо узагальнене визначення.

Трансмісійний модуль – це фінансова або поведінкова характеристика суб'єкта, яка змінюється під впливом грошово-кредитного інструментарію НБУ. Сукупність таких модулів утворює інституційно-поведінковий простір дії грошово-кредитної трансмісії.

Існування грошових, фінансових та інформаційних потоків, які виконують функцію передачі імпульсів від модуля одного суб'єкта до іншого, дозволяє говорити про побудову потоково-модульної моделі трансмісійного механізму монетарної політики, де будуть відображені основні потоки-носії імпульсів та трансмісійні модулі суб'єктів.

Варто зазначити, що побудова такої моделі повинна базуватися на попередньому аналізі структури фінансових потоків країни для виділення основних з точки зору передачі грошово-кредитних імпульсів фінансових, грошових та інформаційних потоків. Для української економіки потоково-модульна модель буде мати наступний вигляд (Рис. 2.7).



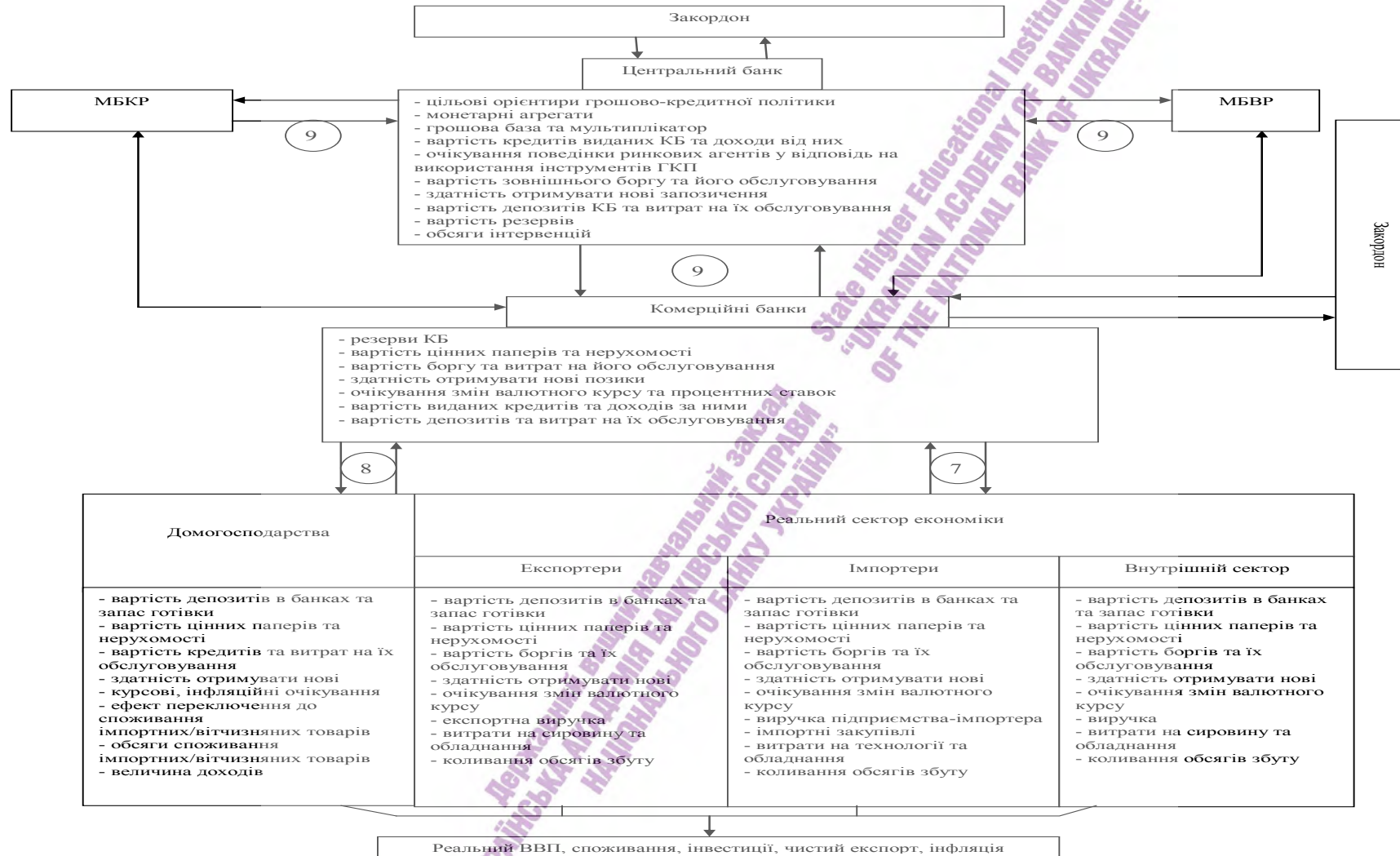


Рис. 2.7. Потокно-модульна модель трансмісійного механізму монетарної політики України



Враховуючи специфічність дії інформаційних потоків у національній економіці, подана модель не відображає їх впливу.

Сукупність передавальних модулів центрального банку складається із тих характеристик, які безпосередньо відповідають за реалізацію обраної монетарної стратегії та тих, що сприймають зміни економічного середовища та визначають подальші заходи монетарної політики.

До першої групи відносяться модулі, які прямо залежать від використання інструментів грошово-кредитної політики, та визначають її напрям:

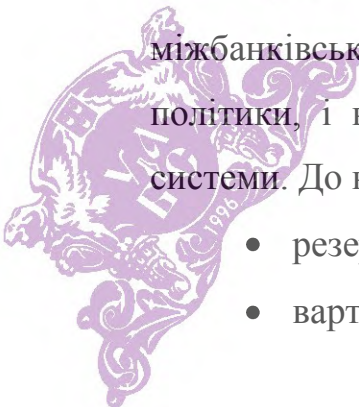
- цільові орієнтири;
- вартість кредитів, що видані комерційним банкам та доходи від них;
- вартість депозитів комерційних банків та витрат на їх обслуговування;
- очікування поведінки комерційних банків у відповідь на використання інструментів ГКП;
- обсяги інтервенцій.

Другу групу складають:

- монетарні агрегати
 - грошова база та мультиплікатор
 - вартість зовнішнього боргу та його обслуговування
 - здатність отримувати нові запозичення
- вартість резервів центрального банку.

Фактично, використання інструментів грошово-кредитної політики змінює характеристики регулюючого потоку (9-го за наведеною схемою), що впливає на монетарні умови (вартість та обсяг вільних ресурсів на міжбанківському кредитному ринку) та відображує напрямок монетарної політики, і в свою чергу змінює стан трансмісійних модулів банківської системи. До них включені наступні фінансові та поведінкові характеристики:

- резерви комерційних банків;
- вартість боргу та витрати на його обслуговування;



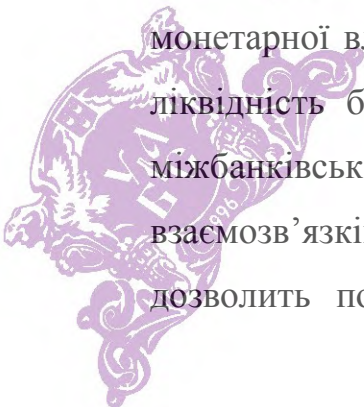
- очікування змін валютного курсу та процентних ставок;
- вартість цінних паперів;
- здатність отримувати нові позики;
- вартість виданих кредитів та доходів за ними;
- вартість депозитів та витрат на їх обслуговування;

Перші 5 з них сприймають ті зміни, які передає регулюючий потік, а останні відповідають за подальшу передачу імпульсів грошово-кредитної політики, тобто відображаються на пропозиції тимчасово вільних коштів та їх вартості для реального сектору (7 та 8 потоки за схемою).

Під їх впливом змінюються фінансові та поведінкові характеристики суб'єктів господарювання (Рис. 2.7), що знаходить своє відображення у макроекономічних показниках економічного середовища (реальному ВВП, споживанні, інвестиціях, чистому експорті та інфляції).

Традиційно (А. Козловська, В. Лепушинський, Ч. Гудхарт та інші) вивчення трансмісійного механізму монетарної політики проводиться у два етапи: 1-й – вплив показників, які знаходяться під прямим контролем НБУ (ліквідність банківської системи, процентні ставки міжбанківського кредитного ринку (МБКР) на більш широкі характеристики фінансового середовища; 2-й – вплив показників валютного та фінансового ринків на макроекономічні змінні (реальний випуск в цілому та його окремі компоненти).

Дана робота пропонує розпочати дослідження впливу грошово-кредитної політики на реальний сектор із попереднього етапу – дослідження дії монетарних інструментів НБУ на головні параметри, які характеризують її напрям, тобто індикатори стану грошової пропозиції, що також визначають і певні очікування ринку (Рис. 2.8). Це дозволить визначити ступінь впливу монетарної влади на головні параметри фінансового середовища – загальну ліквідність банківської системи, а також вартість кредитних ресурсів на міжбанківському кредитному ринку. Крім того застосовано і аналіз взаємозв'язків фінансових потоків (в рамках потоково-модульної моделі), що дозволить пояснити та врахувати відхилення у дії грошово-кредитного



інструментарію у випадку їх існування.

На першому етапі проведемо аналіз впливу монетарних умов на ті характеристики фінансового сектору, які фактично відповідають за роботу тих чи інших каналів передавального механізму монетарної політики.

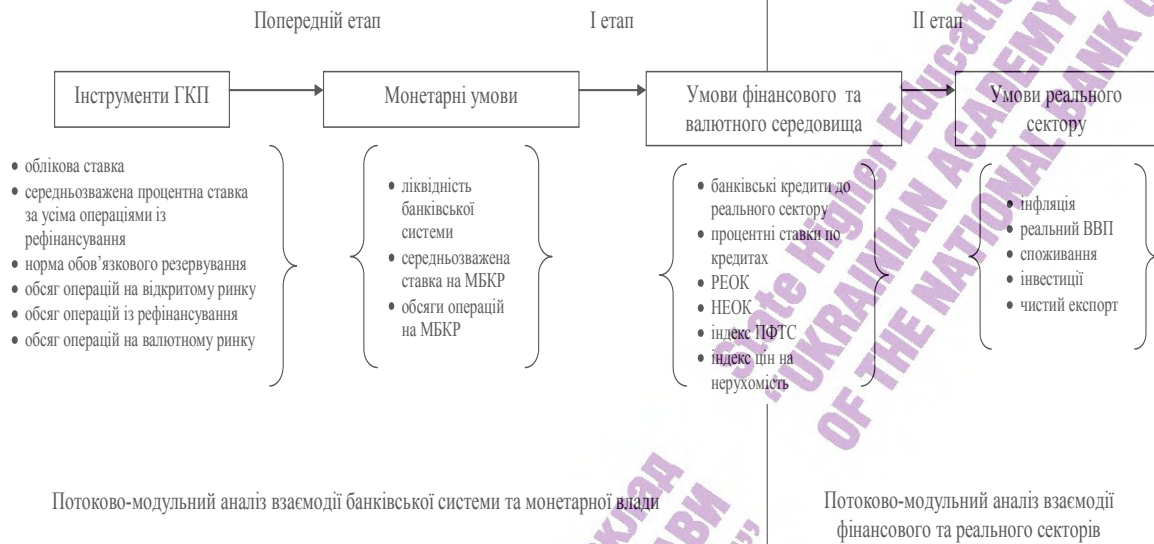


Рис.

2.8. Структурно-логічна схема дослідження механізму монетарної трансмісії в Україні

Другий і останній етап дослідження визначає зв'язки між змінними фінансового сектору та макроекономічними показниками.

Також пропонується розглянути вплив індексу цін на нерухомість додатково до індексу ПФТС, який традиційно характеризує вплив каналу цін активів, оскільки в умовах недостатньо розвиненого фондового ринку та низького ступеня участі у ньому населення нерухомість виступає у якості привабливого об'єкту для інвестування коштів. Аналіз фінансових потоків на цьому етапі виступає допоміжним інструментом для виявлення специфічних рис та взаємозв'язків зазначених показників.

Для реалізації поставлених завдань використано метод векторних авторегресій із доповненням його регресійними моделями, які характеризують взаємозв'язки грошових потоків та трансмісійних модулів суб'єктів господарювання.

Методика дослідження базується на підході, що був використаний у дослідженнях С. Дробишевського та А. Козловської та розвинений В.

Лепушинським [36; 37; 64]. Перші визначали вплив грошових агрегатів на рівень цін та темпи промислового виробництва, аналізуючи також окремі показники, що зумовлюють дію відповідних каналів монетарної трансмісії. Останній запропонував комплексний поетапний аналіз процесу із побудовою ряду моделей. Такий підхід оцінює передавальний механізм фрагментарно, звужуючи можливості аналізу, хоча з іншого боку дає можливість виявлення найістотніших зв'язків.

Аналіз взаємозв'язків фінансових потоків запропонований у роботі Г. Азаренкової [3], де таким чином визначаються головні складові вхідних потоків банківської системи, що мають найбільший вплив при формуванні кредитно-інвестиційного портфелю.

Роботу проведено у два етапи: моделювання впливу грошово-кредитного інструментарію на реальний сектор за допомогою векторних авторегресій та здійснення потоково-модульного аналізу взаємодій суб'єктів господарювання.

Дослідження трансмісійного механізму за допомогою підходу, який базується на аналізі імпульсних функцій відгуків і статистичних якостей рівнянь в моделі векторної авторегресії (VAR).

Класична модель векторної авторегресії має наступний вигляд:

$$Y_t = A(L)Y_{t-1} + BZ_t + E_t, \quad (2.1)$$

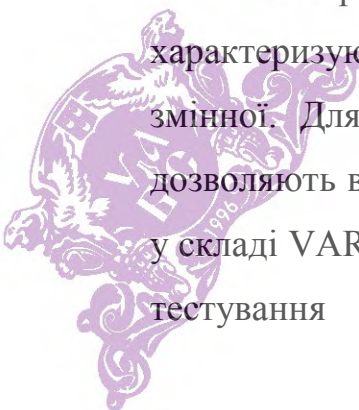
де Y_t – вектор ендогенних змінних, які включені для аналізу;

Z_t – вектор екзогенних змінних;

E_t – вектор випадкових помилок;

L – оператор лагу.

Вектор ендогенних змінних залежить від показників, які характеризують певний етап трансмісійного механізму, та результуючої змінної. Для аналізу використовуються функції імпульсних відгуків, що дозволяють виявити вплив шоку одного із досліджуваних показників на інші у складі VAR. Для виявлення причинно-наслідкових зв'язків буде проведено тестування за Грейнджером, яке традиційно доповнює результати



імпульсного аналізу.

Одним із найважливіших моментів при вивченні процесу передачі монетарних імпульсів є правильний вибір індикаторів, що входять до моделі. Серед робіт, що присвячені дослідженню монетарної трансмісії, за спектром використовуваних показників можна зустріти моделі як з обмеженим так із широким переліком змінних [62]. Конкретний набір індикаторів визначається поставленими завданнями, а також обраною методикою.

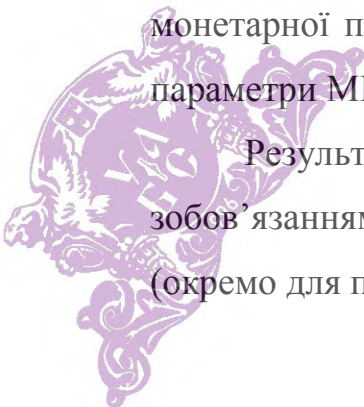
Зазначимо, що з огляду на короткий часовий горизонт наявних даних та втрату ступенів свободи із кожним новим показником, їх перелік у моделі є обмеженим.

Сприйняття змін монетарних умов банківською системою в першу чергу виражається у зміні параметрів функціонування міжбанківського кредитного ринку. Отже, на попередньому етапі пропонуємо дослідити вплив монетарної влади на його головні параметри. В якості індикаторів, які визначають кон'юнктуру МБКР оберемо обсяги кредитування та вартість наданих ресурсів (процентні ставки).

При виборі змінних, що характеризують напрям монетарної політики, деякі економісти зупиняються на вартості та кількості вільних резервів банківської системи [151]. Дана робота також пропонує використати подібний підхід. Зауважимо, що показник ліквідності банківської системи відображує пропозицію ресурсів, а процентні ставки регулятора через вартість кредитів на МБКР впливають ще і на коливання попиту та формування певних очікувань ринку, тобто виконують комунікаційну функцію.

На першому етапі в якості показників, що демонструють направленість монетарної політики, будуть обрані ті, які матимуть вирішальний вплив на параметри МБКР за результатами проведеного дослідження.

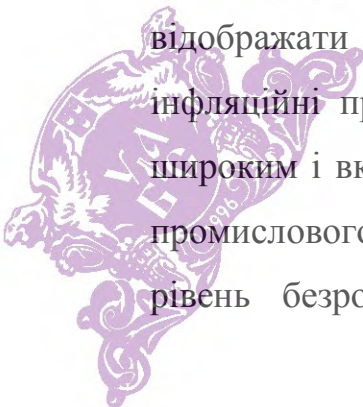
Результуючими показниками обрано залишки за кредитними зобов'язаннями та процентні ставки за кредитами до реального сектору (окремо для підприємств та домогосподарств).



Наступний етап включає аналіз більшого кола змінних фінансового середовища, які відображають дію різних каналів монетарної трансмісії:

- кредитний канал. Залишки за кредитними зобов'язаннями, як загальні (для визначення впливу на реальний ВВП) так і залишки за кредитами домогосподарств (вплив на приватне споживання) та підприємств (інвестиційна складова).
- процентний канал. Реальна відсоткова ставка за кредитами, яка обраховується як різниця між номінальною процентною ставкою та очікуваним рівнем інфляції.
- канал валютного курсу. Реальний (чистий експорт) та номінальний (ВВП, споживання, інвестиції, інфляція) обмінні курси, які враховують коливання курсу гривні відносно кошика валют, а не тільки долара США.
- канал цін активів (ефект багатства, широкий канал банківського кредитування, канал q-Тобіна, ліквідності домогосподарств). Індекс ПФТС та індекс цін нерухомості, який обрано як можливу альтернативу індексу ПФТС, оскільки за умов низького ступеню участі населення у фондовому ринку нерухомість виступає привабливим об'єктом для інвестування коштів.
- канал інфляційних очікувань. Індекс споживчих цін та індекс цін виробників обрано згідно положень теорії раціональних очікувань, за якою при визначенні майбутніх рівнів інфляції економічні агенти спираються на її минулі значення.

Обрання кінцевих макроекономічних показників є достатньо складною та важливою задачею, оскільки їх динаміка повинна у повному обсязі відображати економічну активність, сукупні попит та пропозицію, а також інфляційні процеси. Звичайно, повний перелік таких змінних є достатньо широким і включає у себе окрім широко вживаних реального ВВП, індексу промислового виробництва та індексу споживчих цін такі показники як рівень безробіття, реальна заробітна платня, продуктивність факторів



виробництва та інше. Але існує ряд обмежень, які необхідно брати до уваги при побудові моделей, серед них найістотніші: малий період спостережень, обмеження ступенів свободи, вузький перелік показників, що розраховуються в Україні, розбіжності у методах обрахунку деяких показників із міжнародною практикою, що призводить до неадекватного висвітлення реальної ситуації.

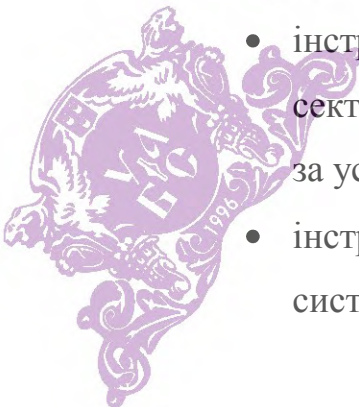
Враховуючи зазначені зауваження, із точки зору важливості для грошово-кредитного регулювання економіки, до моделі включені наступні змінні:

- Загальний рівень ділової активності визначається реальним ВВП.
- Інвестиційний попит характеризується нагромадженням основного капіталу.
- Споживчий попит – кінцевими споживчими витратами домогосподарств.
- Інфляційні процеси відображають індекси споживчих цін та цін виробників.
- Зовнішньоекономічну активність характеризує показник чистого експорту.

При використанні для аналізу методу побудови векторних авторегресій однією з умов отримання адекватної моделі є попередня обробка даних, яка включає в себе перевірку на стаціонарність та визначення порядку інтеграції часових рядів, а також виключення сезонних та циклічних складових при роботі із місячними та квартальними даними.

Усі важелі, які характеризують дії монетарної влади, умовно можна поділити на дві групи:

- інструменти, що визначають вартість ресурсів для фінансового сектору (облікова ставка НБУ та середньозважена процентна ставка за усіма операціями із рефінансування);
- інструменти, які впливають на загальну ліквідність банківської системи (норма обов'язкового резервування, обсяг операцій на



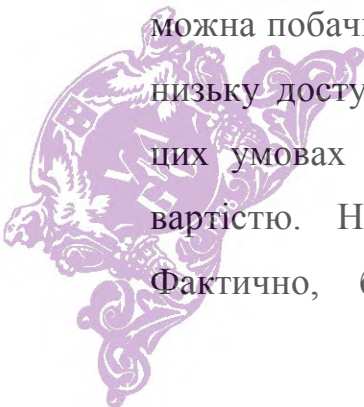
відкритому ринку, обсяг операцій із рефінансування банківської системи, обсяг операцій на валютному ринку).

При аналізі впливу монетарних показників на параметри міжбанківського кредитного ринку, стан якого характеризує грошово-кредитні умови функціонування банківської системи, розглядається вплив змінних, які безпосередньо контролюються регулятором (обсяг резервів банківської системи та середньозважена процентна ставка за операціями НБУ) на обсяг кредитних операцій МБКР та середньозважену ставку за ними, що визначають обсяги кредитування та процентні ставки за кредитами реальному сектору, які на наступному етапі впливають на макроекономічні показники.

Попередній етап. Досліджується взаємозв'язок між ліквідністю банківської системи, вартістю ресурсів центрального банку та обсягами кредитування МБКР і процентними ставками. При цьому ліквідність банківської системи виступає індикатором дії кредитного каналу трансмісії, а процентні ставки за операціями НБУ – процентного. Висувається припущення щодо наявності деформації каналу процентних ставок вже на цьому етапі.

Канал процентних ставок є одним із найбільш розповсюджених у моделях трансмісійних механізмів різних країн. Традиційно його дія ґрунтується на взаємозв'язку базової процентної ставки монетарної влади та короткострокових ставок на міжбанківському ринку. Сила цього взаємозв'язку визначається кількома факторами – рівнем довіри до влади, ліквідністю банківської системи та величиною ризик-премії.

Звернувшись до структури потоків фінансової системи (Рис.2.1) можна побачити значне домінування банківського сектору, що свідчить про низьку доступність для підприємств інших джерел залучення капіталу. В цих умовах природною є низька еластичність попиту на кредити за їх вартістю. На перший план виходить фактор доступності ресурсів. Фактично, банківська система України виступає монополістом на



кредитному ринку, що є передумовою для дії кредитного каналу передавального механізму, а отже ефективність проведення процентної політики буде обмеженою внаслідок переважання кількісних параметрів пропозиції грошей над якісними [63; 193].

Величина премії за ризик внаслідок непередбачуваної інфляції, політичної нестабільності та низької транспарентності діяльності економічних суб'єктів, що зумовлює значний рівень інформаційної асиметрії, у структурі вартості кредитів є високою. Це також не сприяє дієвості каналу процентних ставок.

Рівень довіри до влади визначається ефективністю комунікаційної політики. В умовах макроекономічної стабільності реакція міжбанківських процентних ставок на зміну базової відбувається одночасно або навіть передують їй, під впливом інформаційних важелів. Відповідно, у високоінфляційному середовищі вплив комунікаційної політики буде мінімальним.

Особливістю вітчизняної процентної політики також є різниця між законодавчо встановленою ключовою відсотковою ставкою та реальною. Положенням про процентну політику НБУ в її якості обрано облікову ставку, яка виступає базовою по відношенню до інших процентних ставок [116]. Тоді як ставкою, за якою центральний банк проводить більшість операцій (у міжнародній практиці саме вона обирається ключовою) виступає процентна ставка за кредитами овернайт (Рис. 2.9).



Рис. 2.9. Обсяги операцій з рефінансування банківської системи НБУ



Оскільки облікова ставка виступає базисом для обрахунку інших процентних ставок НБУ, то її динаміка впливає і на їх зміни. У світовій практиці фактичною офіційною ставкою визнають середньозважену за усіма інструментами рефінансування (Рис.2.10). Саме її ми пропонуємо включити до моделі впливу грошово-кредитних умов на МБКР.

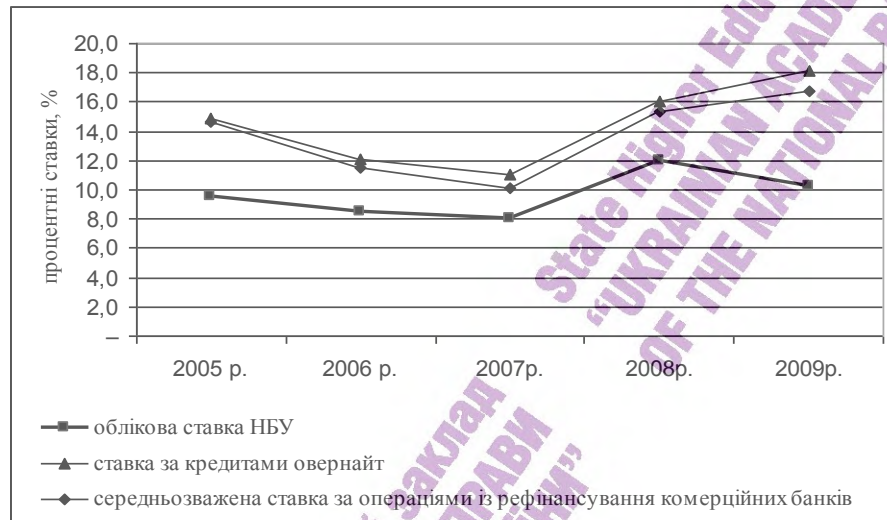


Рис.2.10. Процентні ставки за операціями Національного банку України

Взявши до уваги викладене вище, можна припустити, що процентний канал в економіці України є мало вираженим, а на кон'юнктуру міжбанківського кредитного ринку найбільший вплив справляють інструменти НБУ, які регулюють його кількісні параметри.

Отже, пропонуємо дослідити взаємозв'язок між параметрами міжбанківського кредитного ринку та монетарними важелями центрального банку. В якості перших обрано відношення сформованих обов'язкових резервів до обсягу кореспондентських рахунків банків в Національному банку України (подібно до підходу запропонованого В. Лепушинським) та середньозважену ставку за операціями НБУ. Залежними показниками виступають обсяги операцій та середньозважена ставка за кредитами МБКР.

За результатами тесту на знаходження причинно-наслідкових зв'язків виявлено залежності між змінними, які відрізняються за силою та часом впливу (рис.2.11).

Так вплив середньозваженої ставки за інструментами рефінансування НБУ на ставку МБКР підтверджено лише на 4 лази (додаток А.2.1), що

свідчить про значний розрив у реакції банківської системи та, як і передбачалося, низьку ефективність комунікаційної політики. Гіпотезу про

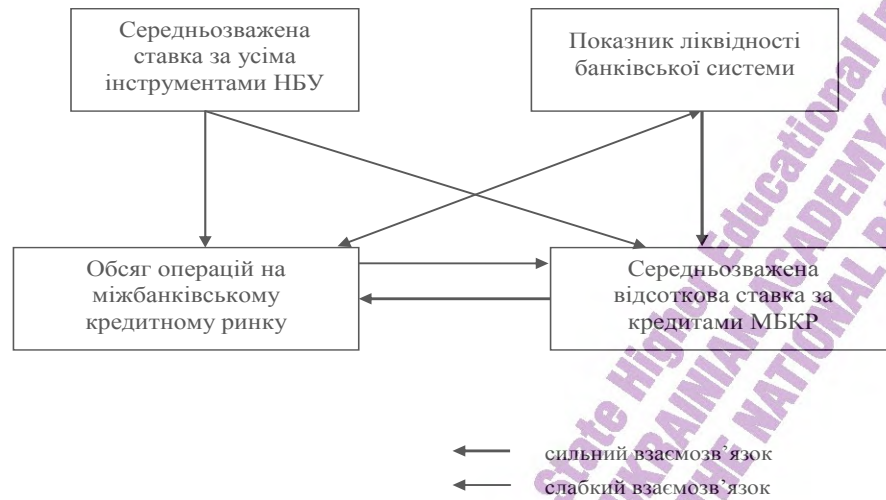


Рис.2.11. Взаємозв'язок між показниками, що відображають вплив грошово-кредитного інструментарію на стан міжбанківського кредитного ринку.

відсутність зворотного зв'язку не спростовано. Цікавим із нашої точки зору є існування впливу середньозваженої ставки за операціями НБУ на обсяги операцій на МБКР на 1-2 лагах. З одного боку це свідчить на користь існування кредитного каналу трансмісійного механізму вже на даному етапі, а з іншого – про те, що банки використовують процентні ставки НБУ як орієнтир для проведення кредитних операцій, оскільки на ринку МБКР вони завжди є коротко- або середньостроковими.

Підтверджено також існування зв'язку між ліквідністю банківської системи та обсягом операцій МБКР, що характерно, також на 1-му лазі, тоді як зворотній зв'язок не зафіксовано. Це може бути свідченням існування додаткових джерел ресурсів.

Найістотніші зв'язки зафіксовано між ліквідністю банківської системи та середньозваженою ставкою на МБКР (2-6 лаги) без зворотного впливу, а також між середньозваженою ставкою МБКР та обсягами операцій МБКР (3-6 лаги) із зворотнім зв'язком на 5 лазі. Такі результати підтверджують вплив фактору пропозиції ресурсів на МБКР. Однак, одночасно вказують на домінування цінового чиннику на самому ринку, що також підтверджує

вірогідність гіпотези про існування додаткових джерел ресурсів.

Отже, факторами, які мають найсильніший вплив на кон'юнктуру МБКР, за результатами дослідження визнано ліквідність банківської системи та середньозважену ставку за кредитами на міжбанківському кредитному ринку. Тому вважаємо доцільним саме їх використання для подальшого моделювання дії каналів трансмісійного механізму.

На наступному кроці проведемо аналіз впливу інструментів НБУ на параметри МБКР за допомогою підходу векторних авторегресій.

Вектор ендогенних змінних представимо у наступному вигляді:

$$Y_t^1 = \begin{bmatrix} inbu \\ likv \\ imbkr \\ vmbkr \end{bmatrix}, \quad (2.2)$$

де $inbu$ – середньозважена ставка за операціями НБУ, $likv$ – показник ліквідності, $imbkr$ – середньозважена ставка за операціями на МБКР, $vmbkr$ – обсяг операцій на міжбанківському кредитному ринку.

Екзогенні змінні на цьому рівні представлені логічним показником L , який відповідає за періоди кризових явищ у економіці.

Проведені тести на оптимальну кількість лагів вказують на обмеженість періоду спостережень, оскільки обидва інформаційні критерії (Акайке та Шварца) зменшуються із збільшенням кількості лагів. Однак, з огляду на втрату ступенів свободи із включенням кожного нового лагу, та вимоги адекватності моделі оберемо їх кількість рівною 2.

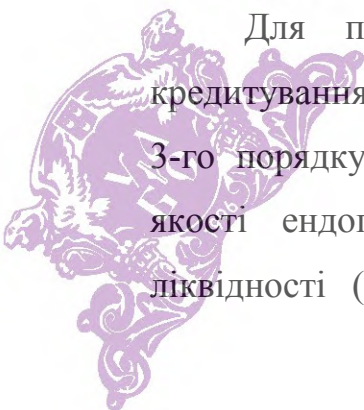
1-й етап. Розглянемо вплив змінних, які характеризують монетарні умови (за результатами дослідження попереднього етапу у їх якості ми обрали показник ліквідності та середньозважену ставку МБКР) на змінні, які визначають умови грошово-кредитного ринку для реального сектору та знаходяться під впливом монетарного регулятора (середньозважені ставки банків по кредитах домогосподарствам та підприємствам, а також відповідні обсяги кредитування).

За результатами тестування виявлено причинно-наслідкові зв'язки між

монетарними умовами та ставками по кредитах суб'єктам господарювання (5-8 лаги), а також залишками за кредитами (1-8 лаги). Виявлено зв'язок між процентними ставками по кредитах підприємствам та обсягами вимог за ними (6-7 лаги). Впливу середньозваженої ставки за кредитами МБКР на зазначені змінні не виявлено, проте існує зворотній зв'язок між нею та залишками за кредитами суб'єктам господарювання (табл. А.2.2). Така ситуація пояснюється проблемами ліквідності банківської системи, які мали місце протягом 2008-2009 р. як наслідок світової фінансової кризи. Підсилення зв'язку між монетарними умовами та ставкою на міжбанківському кредитному ринку (1-8 лаги) говорить на користь гіпотези про існування додаткових джерел ресурсів, хоча отримані результати свідчать, що їх притік зменшився, а отже були створені передумови для підсилення дії кредитного каналу монетарної трансмісії. Взавши до уваги результати досліджень, які охоплюють період із 2000 р. по січень 2009 р. [65], де були виявлені взаємозв'язки між процентним ставками МБКР та процентними ставками до реального сектору, які можна трактувати як дію процентного каналу на цьому етапі, слід зазначити, що події 2008-2009 років негативно вплинули на ефективність процентної політики. З іншого боку гіпотеза автора про одночасний вплив монетарних умов на ставки МБКР та ставки до реального сектору знаходить своє підтвердження.

Щодо кредитування фізичних осіб, то виявлено причинно-наслідкові зв'язки між монетарними умовами та процентними ставками (1-8 лаги) та обсягами кредитування (1-2 лаги) як і у ситуації із підприємствами, однак з тією різницею, що вплив фіксується одразу. Зв'язків між процентними ставками за кредитами та вимогами не визначено.

Для проведення аналізу впливу монетарних умов на умови кредитування реального сектору побудуємо 2 моделі векторних авторегресій 3-го порядку, окремо для суб'єктів господарювання та фізичних осіб. В якості ендогенних змінних до моделей ввійшли наступні: показник ліквідності ($likv$), середньозважена ставка за кредитами МБКР ($imbkr$),



залишки за кредитними зобов'язаннями суб'єктів господарювання (v_1) та фізичних осіб (v_2), відсоткові ставки за кредитами у реальний сектор (i_1 та i_2 відповідно).

$$Y_t^2 = \begin{bmatrix} imbkr \\ likv \\ i_1 \\ v_1 \end{bmatrix}, \quad (2.3)$$

$$Y_t^3 = \begin{bmatrix} imbkr \\ likv \\ i_2 \\ v_2 \end{bmatrix}, \quad (2.4)$$

Вектор екзогенних змінних формують: логічна змінна, яка відповідає за кризові явища в економіці (l_1), реальний ВВП (y), реальний ефективний обмінний курс ($reok$) та індекс споживчих цін (i_p) (2.5).

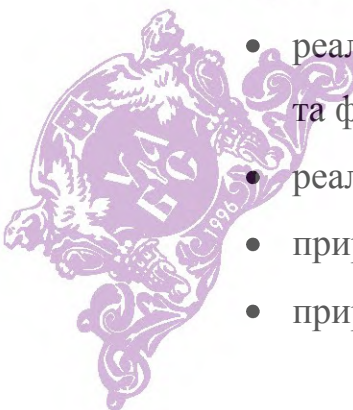
$$Z_t^2 = \begin{bmatrix} y \\ i_p \\ reok \\ l_1 \end{bmatrix}, \quad (2.5)$$

На другому етапі дослідимо взаємодії ширшого кола фінансових показників із обраними нами вище індикаторами макроекономічної ситуації.

Моделі побудовано на основі щомісячних даних із 2005 р. по 2009 р. включно. Застосовано процедури очистки даних від сезонних та календарних ефектів. Кількість лагів в моделі за результатами проведених тестів – 3.

До векторної авторегресії, яка визначає вплив показників фінансового середовища на реальне економічне зростання, включено наступні змінні:

- приріст обсягів кредитування економіки (залишків за кредитними зобов'язаннями) (l);
- реальна процентна ставка за кредитами суб'єктам господарювання та фізичним особам у національній валюті (i);
- реальний ефективний обмінний курс ($reok$);
- приріст індексу ПФТС ($pfts$);
- приріст індексу цін на житло (iac);



- приріст реального ВВП (y_t);
- приріст індексу споживчих цін (i_p).

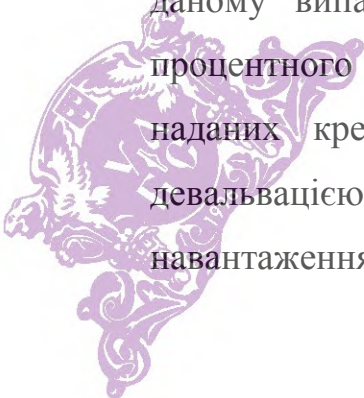
Отже, вектор ендогенних змінних набуде наступного вигляду:

$$Y_t^4 = \begin{bmatrix} l_t \\ i_t \\ reok_t \\ pfts_t \\ i_{act} \\ i_{pt} \\ y_{rt} \end{bmatrix}, \quad (2.6)$$

Враховуючи необхідність координації грошово-кредитної та фіскальної політик, а також безсумнівний вплив останньої на умови макроекономічного середовища та валовий випуск, вектор екзогенних змінних буде представлений показником, який відображує частку видатків зведеного бюджету у валовому внутрішньому продукті.

Результати дослідження свідчать про наявність статистично значущого зв'язку між індексом зростання цін та ВВП (1-5 лаги), залишками за кредитними зобов'язаннями та випуском (4-8 лаги), що не суперечить теоретичним уявленням про дію трансмісійного механізму (табл. А.2.3). У порівнянні із дослідженнями, що охоплюють менший часовий горизонт кількість лагів до визначення істотного впливу для першої пари змінних помітно скоротилася, що пояснюється посиленням дії інфляційних очікувань, а для другої – навпаки збільшилася, що відображує зменшення обсягів кредитування економіки.

Не підтвердилася гіпотеза про наявність зв'язку між індексом ПФТС та ВВП як і навпаки. Проте зафіксовано зв'язок як між реальною процентною ставкою та ВВП (1-4 лаги) так і у зворотному напрямі (2-8 лаги). Хоча у даному випадку складно стверджувати про отримання доказів роботи процентного каналу, оскільки у період кризи значно скоротилася кількість наданих кредитів, що було пов'язано із браком ліквідності, різкою девальвацією національної грошової одиниці та збільшенням боргового навантаження на реальний сектор, зумовленого достатньо вагомою частиною



кредитів у іноземній валюті. Це значно вплинуло як на доступність та вартість тимчасово вільних коштів так і на попит на них. Отже, фактично такі результати можна пояснити дією фактору, що одночасно вплинув на ВВП та процентну ставку – світовою фінансовою кризою.

Зафіксовано статистично значущий зв'язок між ВВП та індексом вартості нерухомості (6 та 7 лаги), що є зрозумілим, оскільки динаміка останнього залежить від кількості та обсягів інвестицій (табл. А. 2.3).

Дослідимо вплив характеристик фінансового сектору на інфляційні процеси в економіці. Для цього побудуємо модель із використанням змінних, що входять до попередньої, але оберемо приріст індексу споживчих цін за цільовий показник, а також використаємо замість реального номінальний ефективний обмінний курс ($neok$). Отже вектор ендогенних змінних набуде наступного вигляду:

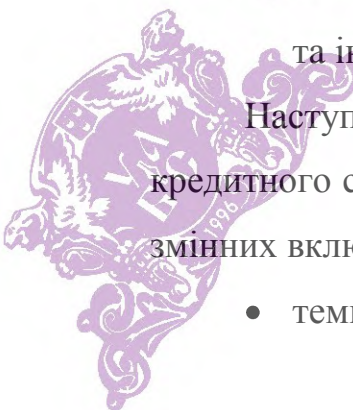
$$Y_t^s = \begin{bmatrix} l_t \\ i_t \\ neok_t \\ pfts_t \\ i_{act} \\ y_{rt} \\ i_{pt} \end{bmatrix}, \quad (2.7)$$

Визначено наступні зв'язки між інфляцією та змінними впливу (табл. А.2.4):

- між номінальним ефективним обмінним курсом та інфляцією (1-4 лаги);
- між індексом ПФТС та інфляцією (1 лаг);
- між темпами кредитування та інфляцією (2-6 лаги);
- гіпотезу про відсутність зв'язку між реальною процентною ставкою та інфляцією відкинути не можна.

Наступна модель дозволить виявити вплив змінних грошово-кредитного сектору на інвестиції в основний капітал. До вектору ендогенних змінних включено наступні показники:

- темп приросту інвестицій в основний капітал (inv);



- приріст індексу ПФТС (pfts);
- приріст залишків за кредитними зобов'язаннями (l);
- приріст індексу цін виробників (ipm);
- реальна процентна ставка за кредитами в національній валюті (i);
- приріст індексу цін на нерухомість (iac).

$$Y_t^6 = \begin{bmatrix} l_t \\ i_t \\ pfts_t \\ i_{act} \\ i_{pm} \\ inv_t \end{bmatrix}, \quad (2.8)$$

Гіпотезу про відсутність зв'язку між реальною процентною ставкою та темпами нагромадження основного капіталу відкинути не можна, що свідчить на користь припущення про деформацію каналу процентних ставок трансмісійного механізму. Проте виявлено досить тісний вплив залишків за кредитними зобов'язаннями на інвестиції (3-8 лаги) (табл. А.2.5).

До векторною авторегресії, яка моделює вплив показників фінансової сфери на кінцеві витрати домогосподарств, увійшли наступні змінні:

- приріст індексу споживчих цін (ip);
- приріст індексу ПФТС (pfts);
- приріст індексу цін нерухомості (iac) ;
- реальна процентна ставка за кредитами (i);
- темп приросту залишків за кредитними зобов'язаннями (l)
- темп зростання кінцевих витрат населення (ccost).

Отже, вектор ендогенних змінних набуде наступного вигляду:

$$Y_t^7 = \begin{bmatrix} l_t \\ i_t \\ pfts_t \\ i_{act} \\ i_{pt} \\ c\ cost_t \end{bmatrix}, \quad (2.9)$$



Серед досліджуваних показників виявлено наступні взаємозв'язки (табл. А.2.6):

- реальна процентна ставка за кредитами впливає на приріст кінцевих витрат домогосподарств (3, 4 та 8 лаги);
- індекс споживчих цін впливає на кінцеві витрати (3-8 лаги);
- залишки за кредитними зобов'язаннями впливають на витрати домогосподарств (4-6 лаги);
- приріст індексу цін нерухомості впливає на кінцеві витрати домогосподарств (8 лаг), що підтверджує гіпотезу про використання нерухомості в якості об'єкту для інвестування коштів, тоді як зв'язку між зростанням індексу ПФТС та витратами не підтверджено.

Для визначення впливу показників грошово-кредитної сфери та валютного курсу на чистий експорт побудуємо модель векторної авто регресії з наступними змінними:

- приріст залишків за кредитними зобов'язаннями (l);
- реальна процентна ставка за кредитами в національній валюті (i);
- стан сукупного попиту, що визначається як різниця між трендовим значенням реального ВВП та його фактичною величиною (розраховано за допомогою фільтру Ходріка-Прескота). У випадку існування надлишкового внутрішнього попиту відбувається стимулювання імпорту та зменшення обсягів експорту (od);
- зміна реального ефективного обмінного курсу, яка має вплив на умови зовнішньої торгівлі ($reok$);
- частка чистого експорту у реальному ВВП (exp).

Вектор ендогенних змінних даної моделі набуде наступного вигляду:

$$Y_c^s = \begin{pmatrix} l_t \\ i_t \\ od_t \\ reok_t \\ exp_t \end{pmatrix}, \quad (2.10)$$



За результатами моделювання виявлено причинно-наслідкові зв'язки між реальним ефективним обмінним курсом та чистим експортом (8 лаг) та залишками кредитів (6-7 лаги).

Потоково-модульний аналіз здійснюється за допомогою використання регресійних моделей, які дозволять визначити зв'язки між зміною регулюючого потоку та модулями сприйняття цих змін. Завдяки застосуванню зазначеного інструментарію отримано можливість виявити ті фінансові потоки, сталість яких має визначальний вплив на сталість потоків банківської системи.

Щодо використаних рядів вхідних даних застосовано стандартні процедури очистки від сезонних та календарних ефектів. Зважаючи на неодноразовість реакції модулів на зміни, використано лагові значення деяких показників. Дослідження базується на статистичній інформації із 2006 по 2009 р. включно. Обраний період видається інформативним, оскільки відображує вплив кризових явищ на економічні процеси. Одночасно введено додаткову логічну змінну L , яка дозволяє врахувати вплив даного фактору у відповідні проміжки часу.

Таким чином, на нульовому етапі досліджується вплив змін регулюючого потоку (9-го) на трансмісійні модулі сприйняття банківської системи, а також вплив змін цих модулів на зміни у русі потоків міжбанківського кредитного ринку.

Потік, який передає зміни монетарної політики до банківської системи, включає у себе як фінансові так і інформаційні складові (останні є елементом реалізації комунікаційної політики). Зважаючи на основні інструменти грошово-кредитної політики, які використовує регулятор, виділимо ті показники, що відображують їх використання:

- процентна політика – відсоткові ставки за операціями із рефінансування (середньозважена ставка за операціями НБУ) (Δ_{ref});



- політика обов'язкових резервних вимог – обсяги обов'язкових резервів ($\Delta obres$);
- валютна політика – обсяги чистих інтервенцій ($\Delta interv$);
- операції на відкритому ринку – обсяги операцій з розміщення державних цінних паперів на відкритому ринку ($\Delta vopm$);
- операції рефінансування – обсяги операцій із рефінансування банківської системи (Δref).

Таким чином, зміни регулюючого потоку можна відобразити у наступному вигляді:

$$\Delta rez. = \begin{bmatrix} \Delta ref \\ \Delta iref \\ \Delta vopm \\ \Delta interv \\ \Delta obres \end{bmatrix} \quad (2.11)$$

Щодо трансмісійних модулів банківської системи, то за потоково-модульною моделлю передавального механізму монетарної політики (рис. 2.5) до них увійшли:

- резерви комерційних банків;
- вартість боргу та витрати на його обслуговування;
- очікування змін валютного курсу та процентних ставок;
- вартість цінних паперів;
- здатність отримувати нові позики;
- вартість виданих кредитів та доходів за ними;
- вартість депозитів та витрат на їх обслуговування.

Відповідно, модулями, що сприймають зміни монетарної політики, обрано наступні:

- резерви комерційних банків;
- вартість боргу та витрати на його обслуговування;
- очікування змін валютного курсу та процентних ставок;
- вартість цінних паперів;



- здатність отримувати нові позики.

Для реалізації цілей даного дослідження обрано наступну групу показників, які відображають зміни зазначених фінансово-поведінкових характеристик:

- зміни обсягів коштів, що знаходяться на кореспондентських рахунках банків в НБУ ($\Delta korrah$);
- зміни вартості цінних паперів у портфелі банків ($\Delta secur$);
- зміни вартості обслуговування зобов'язань (процентні витрати) ($\Delta costliab$);
- зміни обсягів зобов'язань банків ($\Delta liab$).

Здатність отримувати нові позики та очікування змін процентних ставок і валютного курсу не увійшли до зазначеного переліку, оскільки у першому випадку досить складно визначити єдиний об'єктивний показник, а у другому – мова йде про оцінку ефективності комунікаційної політики, яка стосується визначення впливу інформаційних потоків на поведінку суб'єктів, що виходить за рамки поставлених у даній частині роботи завдань.

Для визначення впливу змін складових регулюючого потоку на трансмісійні модулі побудовано наступні моделі:

$$\Delta korrah = -1,2\Delta interv + 0,26\Delta opr(-2) - 0,83\Delta iref(-3) + 0,82\Delta obres - 0,16\Delta ref - 854,1L + 1944 \quad (2.12)$$

Коефіцієнт детермінації R^2 складає 67%, статистика Дарбіна-Уотсона близька до 2, що свідчить про відсутність автокореляції залишків. Відповідно, найістотніший вплив на зміну даного модулю здійснюють зміни динаміки обсягів обов'язкових резервів, витрат на обслуговування кредитів НБУ, а також обсягів валютних інтервенцій. Оскільки коефіцієнт еластичності перед останніми має найбільше статистичне значення можна констатувати високу залежність банківської системи від валютної політики НБУ, що пояснюється значною частиною зобов'язань комерційних банків у іноземній валюті. Отримані результати також свідчать про незначний вплив операцій на відкритому ринку на зміни обсягів коштів на кореспондентських рахунках. Невисоке значення коефіцієнта еластичності перед зміною обсягів

операцій з рефінансування банківської системи та зворотній зв'язок із досліджуваним показником відображують проблеми із ліквідністю банківської системи, які мали місце протягом періоду дослідження.

$$\Delta secur = -0,32\Delta interv + 0,1\Delta opm(-3) - 0,3\Delta iref(-1) + 0,61\Delta obres(-2) - 0,21\Delta ref(-2) - 833L + 29 \quad (2.13)$$

Коефіцієнт детермінації для моделі дорівнює 50%, статистика Дарбіна-Уотсона близька до 2. Недостатньо високі статистичні характеристики моделі говорять про несуттєвий вплив регулятора на вартість цінних паперів у портфелях комерційних банків. Найвагомий вплив на даний модуль справляють зміни потоку обов'язкових резервів банківської системи, що може бути свідченням використання банками цінних паперів для покриття резервних вимог.

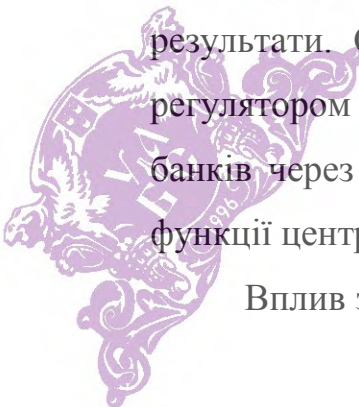
$$\Delta costliab = 1,75\Delta interv + 2,5\Delta opm(-1) + 0,93\Delta iref(-1) - 1,13\Delta obres - 0,46\Delta liab(-3) + 127,6L + 6975 \quad (2.14)$$

Коефіцієнт детермінації для даної моделі дорівнює 18%. Статистика Дарбіна-Уотсона близька до 2. Тобто побудована багатофакторна регресія не включає показники, які справляють значний вплив на досліджувану змінну. Отже, зміни регулюючого потоку практично не впливають на вартість залучених банками ресурсів, що свідчить про домінування інших джерел ресурсів у структурі пасивів банківської системи.

$$\Delta liab = -6,4\Delta interv(-1) + 1,4\Delta opm(-1) - 5,2\Delta iref + 10,84\Delta obres - 5220L + 11523 \quad (2.14)$$

Коефіцієнт детермінації складає 62%. Значення статистики Дарбіна-Уотсона виключає наявність автокореляції залишків. Як і можна було очікувати найбільш значний статистичний зв'язок зафіксовано між зміною величини зобов'язань банків та обсягом обов'язкових резервів. Окрім резервної політики суттєвий вплив на сталість даного потоку мають зміни обсягів інтервенцій, що також є закономірним та підтверджує попередні результати. Сталість потоку витрат на обслуговування зобов'язань перед регулятором також справляє вагомий ефект на зміни обсягів зобов'язань банків через попит на кредити рефінансування, що підкреслює важливість функції центрального банку як кредитора останньої інстанції.

Вплив змін трансмісійних модулів банківської системи та регулюючого



потоків на кон'юнктуру міжбанківського кредитного ринку досліджується за допомогою наступних моделей:

$$\Delta vmbkr = 1,84\Delta optm - 1,28\Delta ref - 0,71\Delta korrah(-3) + 3,32\Delta interv + 1,15\Delta costmbkr - 0,25\Delta liab(-1) + 2,15\Delta secur(-2) - 12661L + 6686,47 \quad (2.15)$$

де $\Delta vmbkr$ – зміна обсягу операцій на міжбанківському кредитному ринку. Коефіцієнт детермінації для моделі становить 65%. Значення статистики Дарбіна-Уотсона близьке до двох, а F-критерій Фішера значно перевищує критичне значення.

Отже, за результатами моделювання сталість обсягів кредитування МБКР переважно залежить від змін обсягів інтервенцій, вартості цінних паперів, обсягів операцій на відкритому ринку та операцій з рефінансування.

$$\Delta imbkr = 0,47\Delta optm + 2,64\Delta iref(-3) + 0,25\Delta korrah(-1) + 0,29\Delta secur(-2) - 690,9L + 94,4 \quad (2.16)$$

де $\Delta imbkr$ – зміна обсягів вартості кредитних ресурсів міжбанківського кредитного ринку. Коефіцієнт детермінації моделі складає 67%, значення статистики Дарбіна-Уотсона наближається до 2, а F-критерій перевищує критичне значення.

За отриманими результатами найбільший вплив на вартість кредитів МБКР здійснюють зміни вартості кредитів рефінансування банківської системи, хоча і із значним лагом. Крім того невисокі статистичні якості усіх побудованих моделей вказують на існування інших факторів, що визначають зміни умов фінансового середовища та знижують ефективність використання монетарних важелів.

На наступному кроці пропонуємо дослідити взаємозв'язки потоків та модулів фінансового та реального секторів економіки. Оскільки головними потоками передачі монетарних імпульсів, як уже зазначалося вище, виступають обсяги кредитів та депозитів, а також їх вартість, пропонуємо до розгляду наступні економетричні моделі:

$$\Delta vloan = 0,28\Delta vmbkr(-3) + 1,25\Delta vdepur(-3) - 2,1\Delta vdepfiz(-2) + 0,46\Delta liab + 1,9\Delta costmbkr - 0,1\Delta costliab(-4) + 719,3L + 11530 \quad (2.16)$$

де $\Delta vloan$ – зміна обсягів кредитування реального сектору, $\Delta vdepur$ –

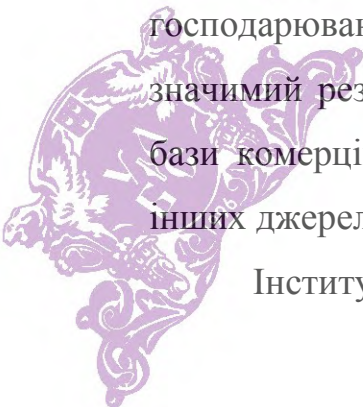
зміна обсягів коштів юридичних осіб, $\Delta vdepfiz$ – зміна обсягів депозитів фізичних осіб. Коефіцієнт детермінації складає 68%, статистика Дарбіна-Уотсона близька до 2.

Сталість кредитних потоків до реального сектору за результатами моделі переважно залежить від обсягів депозитів фізичних осіб, що з огляду на події 2008-2009 рр. видається досить ризиковою формою ресурсів, оскільки населення найбільше схильне піддаватися панічним настроям. Доказом чого може слугувати різкий вплив коштів із банківської системи наприкінці 2008 р. Зміна обсягів коштів суб'єктів господарювання визначає сталість досліджуваної змінної у меншому ступені, хоча також є статистично значимою. Ще одним вагомим чинником, що впливає на обсяги кредитування економіки є вартість кредитів МБКР. Такий зв'язок можна пояснити зменшенням попиту на міжбанківські кредити внаслідок їх здорожчання та переорієнтацією тимчасово вільних ресурсів до суб'єктів реального сектору.

При побудові моделі регресії, яка визначає вплив змінних фінансового середовища на сталість доходів банківської системи за наданими кредитним ресурсами виявлено сильний кореляційний зв'язок між зазначеним показником та обсягом витрат за залученими від економічних суб'єктів ресурсами. При вилученні даного показника з моделі, отримані результати є статистично незначущими, що дозволяє зробити висновок про відсутність істотного впливу монетарних умов на формування ціни за кредитами.

Моделювання залежності зміни обсягів зобов'язань банків (загальних) від змін обсягів операцій на міжбанківському депозитному ринку, вартості цих ресурсів, змін обсягів залучених коштів від населення і суб'єктів господарювання та витрат на їх обслуговування також дало статистично незначимий результат. Отже, можна стверджувати, що стабільність ресурсної бази комерційних банків забезпечується у своїй більшості запозиченими з інших джерел коштами.

Інституційно-поведінковий простір дії передавального механізму



монетарної політики для домогосподарств включає наступні трансмісійні модулі:

- - вартість цінних паперів;
- - вартість кредитів та витрат на їх обслуговування;
- - вартість депозитів в банках та запас готівки;
- - здатність отримувати нові кредити;
- - вартість нерухомості;
- - обсяги споживання імпортних/вітчизняних товарів;
- - курсові, інфляційні очікування;
- - величина доходів;

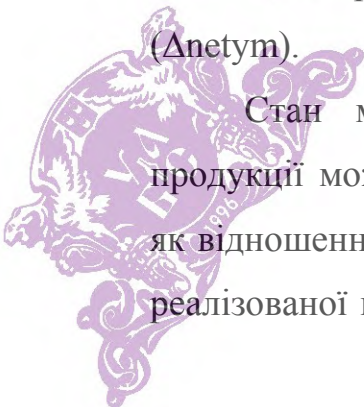
Загальна реакція перелічених фінансово-поведінкових характеристик визначає стан сукупного попиту та обсяг і структуру витрат даного сектору, впливаючи таким чином на зміни валового внутрішнього продукту.

Для визначення реакції зміни перших 3-х модулів на коливання потоку наданих кредитів та залучених депозитів та їх вартості пропонується використати показник приросту фінансових активів (Δf_{inact}), який включає приріст грошових вкладів та заощаджень у цінних паперах, заощадження в іноземній валюті та одержані позики за виключенням погашених.

Здатність отримувати нові запозичення (Δk_{rabil}) пропонуємо оцінити як різницю між усіма доходами та витратами сектору, тобто фактично за зміною потоку коштів, що залишаються у розпорядженні домогосподарств та можуть бути використані для збільшення потоку депозитів або отримання нових кредитів.

Для визначення впливу вартості нерухомості як активу на багатство домогосподарств використаємо показник чистих доходів за даним активом (Δn_{etym}).

Стан модулю, який характеризує обсяги споживання імпортної продукції можна охарактеризувати за допомогою показника, розрахованого як відношення обсягів продажу імпортованої продукції до загального обсягу реалізованої продукції за період (Δc_{im}). Однак за відсутністю необхідних за



довжиною часових рядів даних, його дослідження видається неможливим.

Курсові та інфляційні очікування пропонуємо визначити як зміну валютного курсу та індексу споживчих цін у попередньому місяці. Тоді їх збільшення або зменшення (Δe , Δp) визначатиметься як різниця між значеннями відповідного та попереднього до нього місяця. Оскільки традиційно курс долара США є тим показником, що найбільше впливає на очікування населення, то саме він взятий для визначення зміни даного трансмісійного модуля.

Потік депозитів населення є вхідним до банківської системи, і, як уже було визначено раніше, його стабільність впливає на зміни кредитно-інвестиційного портфелю. Отже, пропонуємо визначити, зміни яких передавальних модулів здійснюють найбільший вплив на його сталість.

Побудована модель набуде наступного вигляду:

$$\Delta v_{depd} = -0,01\Delta krabil(-4) + 0,93\Delta netym(-1) - 14794,2\Delta e - 109,7\Delta ip(-1) + 0,16\Delta finact(-3) - 0,1\Delta vloand(-4) + 8,7\Delta costdep + 1256,3L + 67 \quad (2.17)$$

де Δv_{depd} – зміна обсягів депозитів домогосподарств, $\Delta vloand$ – зміна обсягів кредитів, наданих за період сектору домогосподарств. Коефіцієнт детермінації складає 94%, статистика Дарбіна-Уотсона близька до 2. Модулями, зміни яких здійснюють найбільший вплив на коливання потоку залучених депозитів є зміни курсових очікувань, збільшення яких призводить до зменшення обсягів депозитів, що є цілком закономірним, та збільшення цінних очікувань, яке негативно впливає на бажання домогосподарств заощаджувати, що цілком вкладається у теоретичні уявлення.

Потік наданих домогосподарствам кредитів є вихідним для банківської системи, тож розглянемо вплив змін трансмісійних модулів на його динаміку.

$$\Delta vloand = 0,46\Delta loan - 0,7\Delta netym - 0,12\Delta v_{depd}(-3) - 6267,1\Delta e(-1) + 1154,6\Delta ip - 0,37\Delta finact - 0,1\Delta krabil(-6) + 0,03\Delta costloand(-2) - 2873,4L + 1008 \quad (2.18)$$

де $\Delta loan$ – зміна обсягів кредитування реального сектору, $\Delta costloand$ – зміна вартості кредитів для домогосподарств. Статистичні характеристики моделі достатньо високі – коефіцієнт детермінації становить 96%, статистика

Дарбіна-Уотсона наближається за своїм значенням до 2. Як і у попередній моделі найбільше значення для зміни динаміки кредитування сектору мають курсові та інфляційні очікування, тоді як з інших характеристик найістотніший вплив справляють коливання доходів від нерухомості та приросту фінансових активів. Зворотній напрямок зв'язку між ними пояснюється зменшенням чистого доходу у зв'язку із збільшенням витрат у першому випадку та збільшенням величини отриманих кредитів, яке викликає зменшення приросту активів у другому.

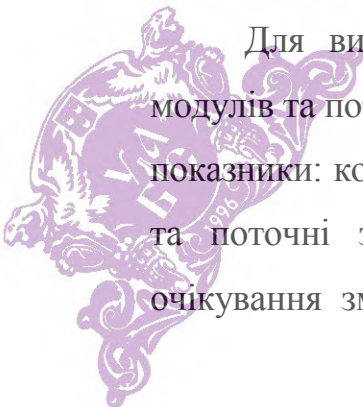
Сукупність трансмісійних модулів суб'єктів господарювання складається із 3 частин: фінансово-поведінкові характеристики підприємств внутрішнього сектору економіки, підприємств експортерів та імпортерів.

Враховуючи складність дослідження кожної із цих частин окремо, а також відсутність необхідної статистичної інформації, пропонуємо розглянути вплив потоків банківського сектору на підприємства узагальнено, об'єднавши усі три частини. Тоді сукупність трансмісійних модулів можна представити наступним чином:

- - вартість депозитів в банках та запас готівки;
- - вартість боргів та їх обслуговування;
- - здатність отримувати нові;
- - очікування змін валютного курсу;
- - витрати на сировину та обладнання;
- - коливання обсягів збуту;

Узагальнений вплив змін усіх фінансово-поведінкових характеристик суб'єктів господарювання виражається у змінах обсягів виробленої продукції та інвестицій.

Для визначення залежностей між зміною зазначених передавальних модулів та потоками кредитів та депозитів підприємств, використаємо наступні показники: кошти на рахунках суб'єктів господарювання (Δd_{ur}), довгострокові та поточні зобов'язання ($\Delta liab_{ur}$), збільшення власного капіталу (Δcap), очікування змін валютного курсу (Δe), оборотні активи ($\Delta ciras$), капітальні



інвестиції (Δkapinv), обсяги реалізованої продукції (Δsales).

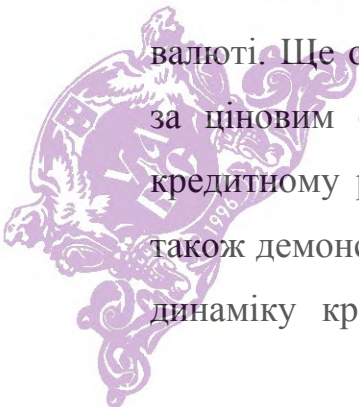
Дослідження впливу змін фінансово-поведінкових характеристик суб'єктів господарювання на динаміку зміни залучених депозитів та наданих кредитів здійснено на основі наступних економетричних моделей:

$$\Delta v_{dep} = 0,89\Delta \text{costdep} - 0,05\Delta \text{liabur}(-1) - 0,13\Delta \text{kap} - 0,48\Delta \text{dur} + 0,02\Delta \text{ip} - 3,12\Delta \text{ciras} - 0,12\Delta e + 5,38\Delta \text{sales} - 0,04L + 0,79 \quad (2.19)$$

За своїми статистичними характеристиками модель є адекватною: коефіцієнт детермінації складає 91%, статистика Дарбіна-Уотсона близька до 2. Таким чином, найбільший вплив на коливання потоку залучених банківською системою депозитів справляють зміни обсягів реалізованої продукції та обсягів оборотних коштів підприємств. Зворотній зв'язок між обсягами коштів на рахунках юридичних осіб та приростом залишків за депозитами пояснюється тим, що залучені від юридичних осіб кошти не є основним джерелом змін для даного потоку і за умов зростання обсягів основного джерела формування загального потоку скорочення останніх не визначатиме його динаміки, а модель демонструватиме наявність зворотного зв'язку.

$$\Delta v_{loan} = -0,021\Delta \text{cosloan}(-4) + 0,63\Delta \text{liabur} - 0,69\Delta \text{kap} + 0,024\Delta \text{kapinv}(-1) + 0,01\Delta \text{ip} + 1,67\Delta \text{ciras} - 0,02\Delta e - 0,14\Delta \text{sales} - 0,04L + 0,79 \quad (2.20)$$

Коефіцієнт детермінації моделі складає 80%, статистика Дарбіна-Уотсона близька за своїм значенням до 2. За результатами моделювання факторами, які здійснюють найвагоміший вплив на зміни обсягів кредитування реального сектору, виявилися зміни обсягів обігових коштів. Фактично такий результат означає, що більшість отриманих кредитів підприємств іде на фінансування його поточної діяльності, що підтверджує і незначний вплив зміни очікувань валютного курсу, оскільки є свідченням невеликої частки кредитів банків суб'єктам господарювання у іноземній валюті. Ще одним висновком є незначна еластичність обсягів кредитування за ціновим фактором, що визначає домінування факторів пропозиції на кредитному ринку та підтверджує отримані раніше результати. Результати також демонструють незначний вплив змін обсягів капітальних інвестицій на динаміку кредитного потоку, що свідчить по-перше, про використання



підприємствами інших джерел фінансування інвестиційної діяльності, а по-друге, про неістотний вплив потоків банківської системи на інвестиційну складову ВВП, що означає як низьку дієвість каналу процентних ставок так і неістотне для інвестиційної діяльності значення фактора доступності банківських кредитів.

2.3 Функціонування трансмісійного механізму монетарної політики в економіці України

На основі методики, яка була запропонована у попередньому підрозділі роботи, розроблено та оцінено ряд моделей, які дають змогу виявити взаємний вплив показників, що характеризують процес передачі монетарних імпульсів до реального економічного сектору.

Аналіз показників проводився у 3 етапи, при чому на кожному з них використовувався як «стандартний» регресійний аналіз фінансових потоків, які визначають взаємозв'язки економічних суб'єктів, так і широко розповсюджений підхід на основі використання моделей векторних авторегресій, що дозволяють оцінити дію того чи іншого каналу передавального механізму грошово-кредитної політики на основі побудованих функцій імпульсних відгуків. За своїм змістом така функція відображує вплив шоку, пов'язаного із дією одного показника у момент часу t на інший у момент часу $t+s$. Послідовність таких реакцій на шоки для різних моментів часу і є функцією імпульсних відгуків, яка пояснює, яким чином розповсюджується вплив шоку однієї змінної на іншу у часі.

Взаємозв'язки нульового етапу дозволяють зробити наступні висновки щодо впливу інструментів грошово-кредитної політики на кон'юнктуру міжбанківського кредитного ринку.



Середньозважена ставка МБКР на зменшення ліквідності банківської системи реагує підвищенням на 0,43%, що цілком вкладається у теоретичні уявлення (Рис. 2.12). Короткостроковість такого впливу (1-3 місяці) є природною з огляду на специфічність умов функціонування міжбанківського ринку кредитів. Наявність такого зв'язку підтверджується і за тестуванням по Грейнджеру.

Зростання середньозваженої ставки за операціями із рефінансування НБУ на 1% призводить зменшення ставок МБКР на 0,22% (Рис. 2.13). Отриманий результат суперечить теоретичним уявленням, та служить підтвердженням гіпотези про збої у роботі каналу процентних ставок на етапі взаємодії монетарного регулятора із банківською системою.

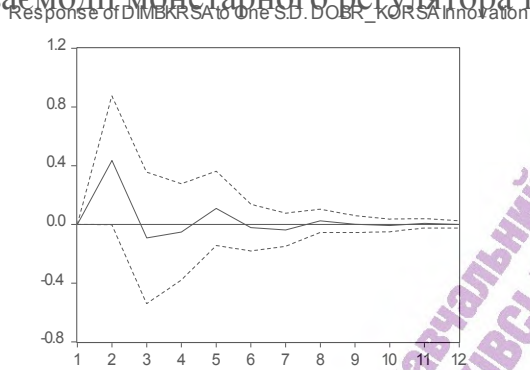


Рис.2.12. Відгук середньозваженої ставки МБКР на шоки монетарної ліквідності.

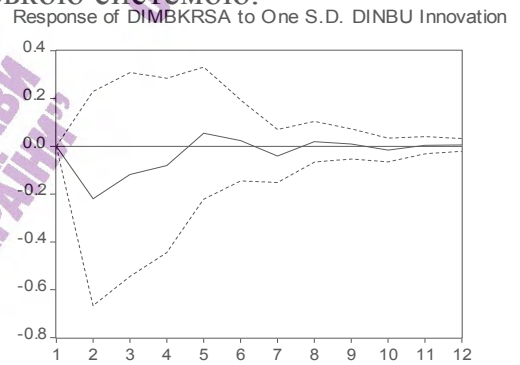


Рис.2.13. Відгук середньозваженої ставки МБКР на шоки зміни процентних ставок НБУ.

Це підтверджується і результатами тестування по Грейнджеру, які фіксують зв'язок між даними показниками лише через 4 місяці без

зворотного впливу

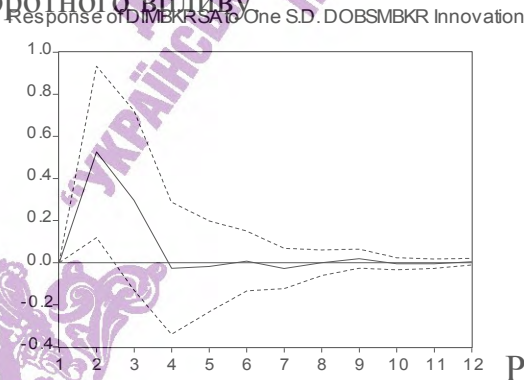


Рис. 2.14. Відгук середньозваженої ставки МБКР на шоки обсягів

операцій

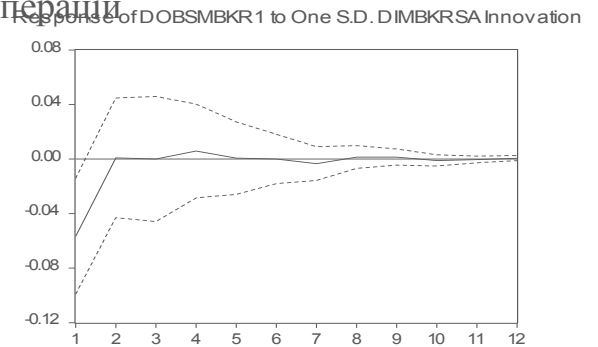


Рис. 2.15. Відгук обсягів кредитування на МБКР на шоки

середньозваженої ставки за ними

Обсяги торгів на Міжбанківському кредитному ринку мають позитивний вплив на зміни динаміки процентних ставок: шок на 1% викликає збільшення ставок на 0,53% (Рис. 2.14). Із точки зору теорії зростання обсягів наданих коштів пов'язане із збільшенням попиту на них, а отже збільшення плати за користування ними є природнім.

У свою чергу позитивний шок на 1% середньозваженої ставки за операціями МБКР призводить до зменшення останніх на 0,1% уже на першому місяці (Рис.2.15), що підтверджує наведене вище припущення про домінування цінового чиннику на даному ринку, зроблене на основі проведених тестів на причинно-наслідкові зв'язки.

Зміна середньозваженої ставки за операціями з рефінансування банківської системи НБУ викликає зменшення обсягів наданих міжбанківських кредитів на 0,01% через 2 місяці після шоку (Рис.2.16). Такі результати підтверджуються тестуванням за Грейнджером. На нашу думку, цей вплив пояснюється значною роллю політики рефінансування у підтримці ліквідності банківської системи протягом досліджуваного періоду, адже підвищення ціни ресурсів, за рахунок яких вона забезпечується, неминуче викличе і скорочення пропозиції тимчасово вільних коштів.

Реакція обсягів кредитування МБКР на зміну значення показника ліквідності банківської системи на 1% складає 0,04% на другому місяці після шоку (Рис.2.17). Тестування за Грейнджером також підтверджує наявність причинно-наслідкових зв'язків.

Response of DOBSMBKR1 to One S.D. DINBU Innovation

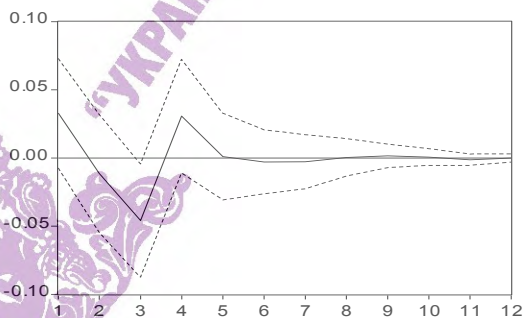


Рис. 2.16. Відгук обсягів кредитування на МБКР на шок середньо-

зваженої ставки за операціями НБУ

Response of DOBSMBKR1 to One S.D. DOBR_KORSA Innovation

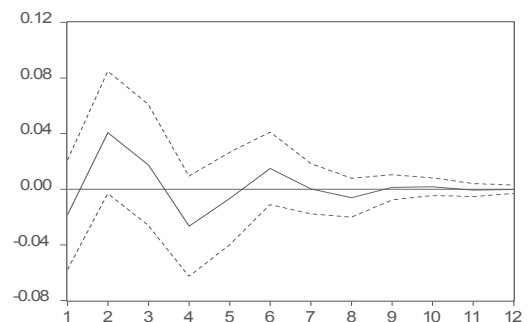


Рис. 2.17. Відгук обсягів кредитів

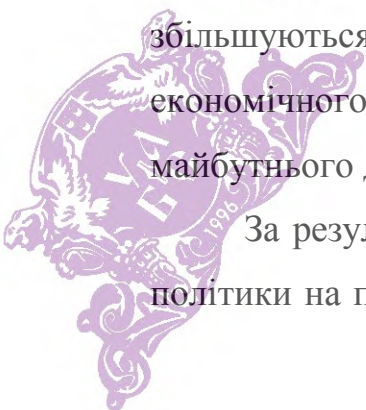
на МБКР на шок показ-ника

ліквідності банківської системи

Отримані результати свідчать про важливість фактору наявності ресурсів, тобто кількісних параметрів впливу монетарного регулятора на кон'юнктуру ринку міжбанківських кредитів та певні труднощі у реалізації процентної політики. Однак цікавим фактом є важливість цінових параметрів на самому ринку. Процентні ставки за своєю природою відображують рівновагу попиту та пропозиції. Якщо проаналізувати результати побудованих моделей, можна побачити, що процентні ставки НБУ та ліквідність мають невеликий вплив на обсяги операцій МБКР (0,01% та 0,04% відповідно). Однак зміна обсягів кредитування у значній мірі спричиняє зміну середньозваженої ставки МБКР (0,42%). Одночасно у наступному періоді отримуємо зменшення обсягів кредитування як відповідь на зазначені події (-1,63%). Такі результати свідчать про потужні спекулятивні мотиви, які і визначають особливості функціонування МБКР. Разом з тим стають зрозумілими причини низької ефективності каналу процентних ставок: обсяги операцій із рефінансування викликають незначні зміни у ліквідності, зміни вартості цих ресурсів також призводять до невеликих її коливань. Однак ринок миттєво їх сприймає, реагуючи значною зміною вартості тимчасово вільних ресурсів. Зрозуміло, що кошти НБУ не є головним фактором, який визначає обсяги пропозиції кредитів, однак внаслідок надмірного спекулятивного попиту на гроші, саме його зміна стає головним чинником впливу на останній.

Крім того отримані висновки демонструють домінування МБКР над реальним кредитним ринком, що пояснюється досить легко. По-перше, швидкість обертання капіталу у реальному секторі значно менша, а отже, збільшуються ризики та зменшується прибуток. По-друге, волатильність економічного середовища не дозволяє точно спрогнозувати величину майбутнього доходу.

За результатами моделювання впливу інструментів грошово-кредитної політики на передавальні модулі банківської системи та кон'юнктуру МБКР

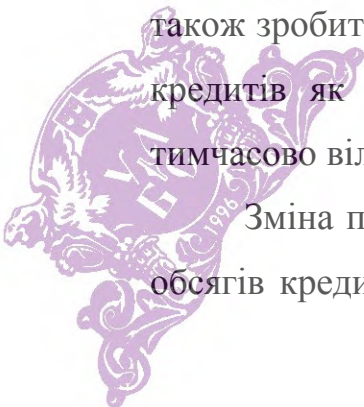


було виявлено, що найбільше значення мають валютна політика та політика рефінансування. При чому, дані інструменти практично не визначають вартості залучених ресурсів, а динаміка коштів на кореспондентських рахунках комерційних банків в НБУ найбільше змінюється під впливом валютної політики. Отримані результати також відобразили збільшення ролі монетарного регулятора як кредитора останньої інстанції, що є закономірним у кризовий період. Як і очікувалося зміна обсягів операцій на міжбанківському кредитному ринку найістотніше реагує на інструменти монетарного регулювання, що впливають на кількісні параметри, проте статистичні характеристики моделі свідчать про домінування інших факторів. Із наведеного вище ними можуть бути спекулятивні мотиви здійснення операцій. Лаг у впливі змін вартості кредитів рефінансування банківської системи на вартість кредитів МБКР легко пояснити, оскільки у першу чергу змінюються кількісні параметри ринку і лише потім реагують якісні, а саме – ціна кредитів.

Перейдемо до аналізу впливу монетарних показників, у якості яких обрано обсяг операцій МБКР та середньозважену ставку за ними, на показники банківського кредитування.

Обсяг кредитування суб'єктів господарювання на зменшення ліквідності банківської системи реагує скороченням на 2-му місяці після дії шоку (Рис. 2.18). Такі результати підтверджуються тестом на наявність причинно-наслідкових зв'язків. Зауважимо, що попередні дослідження, які охоплюють менший період часу, не підтверджують існування такого зв'язку за тестом Грейнджера. Отже, можна зробити висновок про посилення роботи кредитного каналу трансмісійного механізму в умовах кризових явищ, а також зробити припущення про зменшення сили впливу явища раціонування кредитів як відповіді на суттєве скорочення загального обсягу ресурсів тимчасово вільних коштів у економіці.

Зміна процентних ставок за кредитами на 1% призводить до зниження обсягів кредитування суб'єктів господарювання на 0,02% до 3 місяця (Рис.



2.19), а потім має місце їх позитивна динаміка. Наявність зв'язку підтверджується результатами тестування за Грейнджером.

Процентні ставки за кредитами суб'єктам господарювання на скорочення ліквідності банківської системи реагують підвищенням, що цілком узгоджується із теоретичним підґрунтям (Рис. 2.20).

Прослідкувати дію процентного каналу трансмісійного механізму монетарної політики на цьому етапі можна, побудувавши функцію імпульсних відгуків, яка відображує вплив шоку середньозваженої ставки за кредитами МБКР на процентну ставку за кредитами суб'єктам господарювання (Рис.2.21).

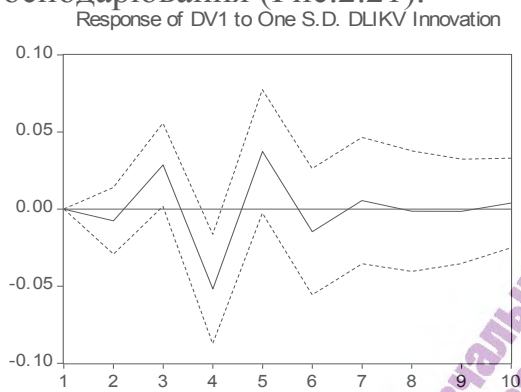


Рис. 2.18. Відгук обсягів кредитування суб'єктів господарювання на шок показника ліквідності банківської системи

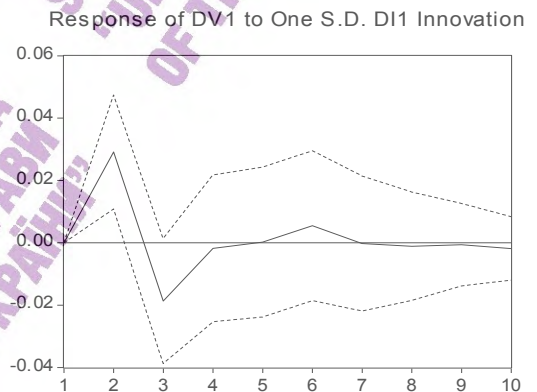


Рис. 2.19. Відгук обсягів кредитування суб'єктів господарювання на шок процентних ставок

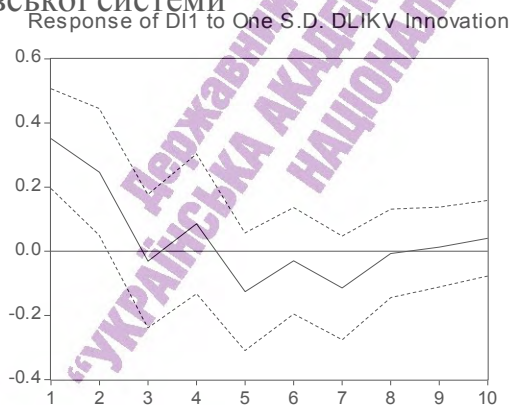


Рис. 2.20. Відгук процентних ставок за кредитами суб'єктам господарювання на шок показника ліквідності

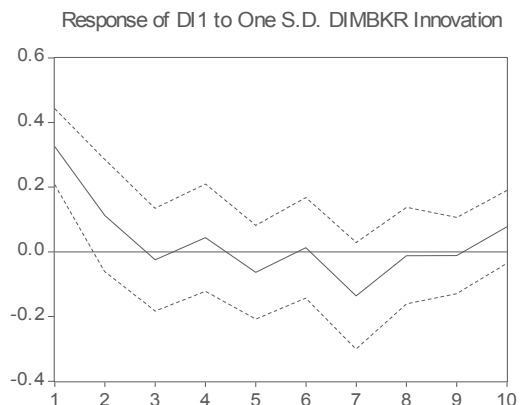


Рис. 2.21. Відгук процентних ставок за кредитами суб'єктам господарювання на шок процентних ставок МБКР

Отримані результати суперечать уявленням про дію каналу процентних

ставок в економіці. А також є свідченням неефективності комунікаційної політики. Результати тесту на причинно-наслідкові зв'язки між показниками підтверджують недовіру даного каналу на етапі передачі імпульсів від монетарних умов до умов кредитування реального сектору.

Кредитування фізичних осіб у відповідь на позитивний шок процентних ставок за даними кредитами скорочується уже на першому місяці після дії шоку (Рис.2.22). Тоді як обсяги кредитування юридичних осіб реагують на цей вплив лише через 3 місяці після шоку, що підтверджує наявність раціонування кредитів.

Зміна процентних ставок за наданими кредитами фізичним особам діє на обсяги кредитування через 2 місяці після шоку, при чому у довгостроковому періоді відбувається скорочення залишків за кредитами, що може бути свідченням дії каналу процентних ставок на цьому етапі (Рис. 2.23). Отже, можна говорити про існування процентного каналу передавального механізму монетарної політики на цьому проміжку взаємодії для фізичних осіб. Хоча результати тесту на причинно-наслідкові зв'язки такої закономірності не виявили.

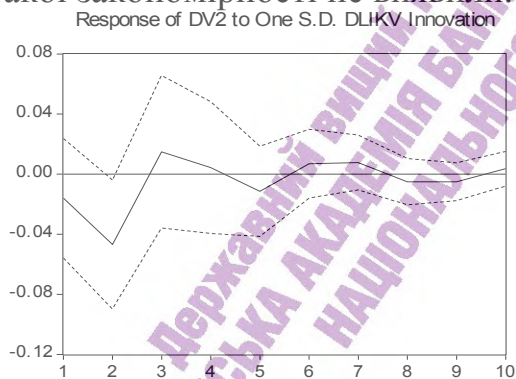


Рис. 2.22. Відгук обсягів кредитування фізичних осіб на шок показника ліквідності банківської системи

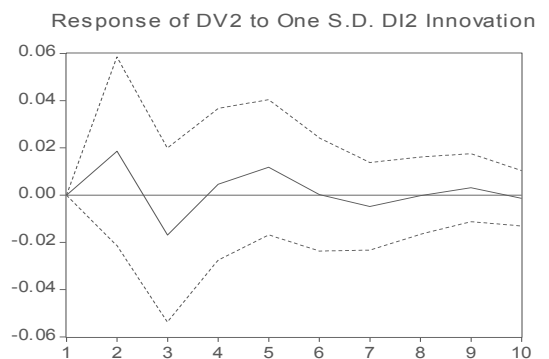


Рис. 2.23. Відгук обсягів кредитування суб'єктів господарювання на шок процентних ставок

Зменшення ліквідності банківської системи викликає зростання процентних ставок за кредитами фізичним особам на першому та другому місяці дії шоку, що призводить до їх зростання у більш тривалому періоді (Рис.2.24). Результати тесту Грейнджера підтверджують взаємозв'язок, який

демонструє отримана функція імпульсних відгуків.

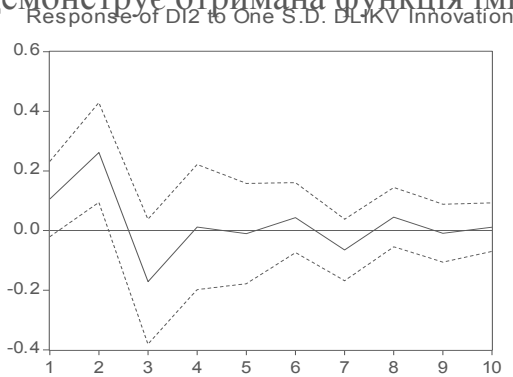


Рис. 2.24. Відгук процентних ставок за кредитами фізичним особам на шок показника ліквідності

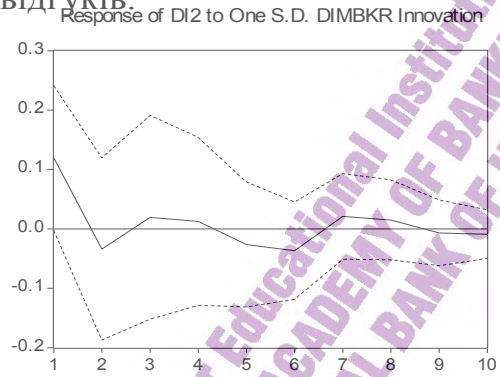


Рис. 2.25. Відгук процентних ставок за кредитами фізичним особам на шок середньозваженої ставки МБКР

Тестування впливу ставок МБКР на ставки за кредитами фізичним особам дає результати схожі із аналогічними для суб'єктів господарювання (Рис.2.25). А отже, і на цьому етапі говорить про неієвність передачі монетарних імпульсів через процентні ставки. Результати тестування за Грейнджером також не фіксують причинно-наслідкових зв'язків.

Моделювання залежності сталості кредитних потоків від зміни передавальних модулів банківської системи виявило значний вплив на них обсягів залучених депозитів фізичних осіб та у меншому ступені юридичних. Це може пояснити незначну дію зміни ліквідності банківської системи (всього 0,02% на 1% шоку) на обсяги кредитування суб'єктів господарювання. Вплив на кредитування фізичних осіб сильніший (0,1%), що говорить про пріоритетність першого напрямку роботи комерційних банків. Одночасно виявлено важливість величини процентної ставки МБКР для потоку наданих кредитів. По-перше, це означає, що зростання вартості кредитів МБКР робить їх менш привабливими для комерційних банків та викликає переорієнтацію коштів до реального сектору. По-друге, означає, що комерційні банки використовують процентні ставки МБКР як орієнтир для встановлення ставок для реального сектору. По-третє, веде до проявлення певної дії каналу процентних ставок – зростання вартості кредитів МБКР викликає зменшення обсягів кредитування суб'єктів господарювання.

За результатами дослідження змін трансмісійних модулів банківської

системи виявлено незначну залежність обсягів загальних зобов'язань банків від залучених на міжбанківському ринку депозитів та коштів населення і юридичних осіб, а також витрат на їх обслуговування, що означає домінування у їх структурі інших джерел коштів. Поряд із незначними змінами обсягів кредитування МБКР у відповідь на шоки монетарної ліквідності це демонструє залежність ресурсної бази банківської системи від зовнішніх запозичень, які залишаються єдиним не включеним до даних моделей джерелом зобов'язань. Одночасна залежність обсягів кредитно-інвестиційного портфелю комерційних банків від депозитів резидентів може бути свідченням того, що зовнішні запозичення в основному використовуються для проведення міжбанківських кредитних операцій.

На етапі дослідження впливу більш широкого кола показників фінансового сектору на макроекономічні змінні було побудовано 5 VAR моделей. Вплив монетарних умов на реальне економічне зростання відображено у функції імпульсних відгуків, яка на шок збільшення обсягів кредитування спочатку дає негативну реакцію, а з 4 місяця демонструє стрімке зростання (0,35% на 1% шоку), яке зберігається у тривалому періоді та веде до збільшення випуску на 0,02%. Такі результати підтверджуються тестом на причинність Грейнджера, який фіксує зв'язок між темпами кредитування та реальним ВВП на 4-8 місяці (Рис. 2.26).

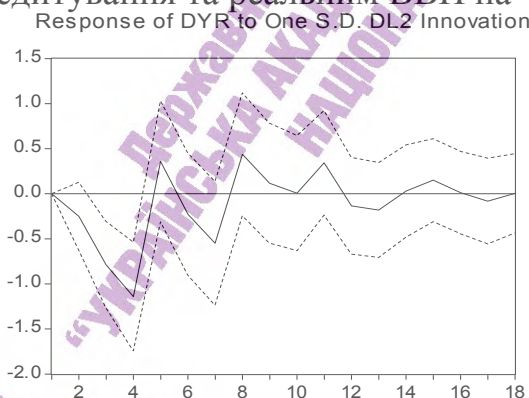


Рис. 2.26. Відгук реального ВВП на шок зростання темпів кредитування

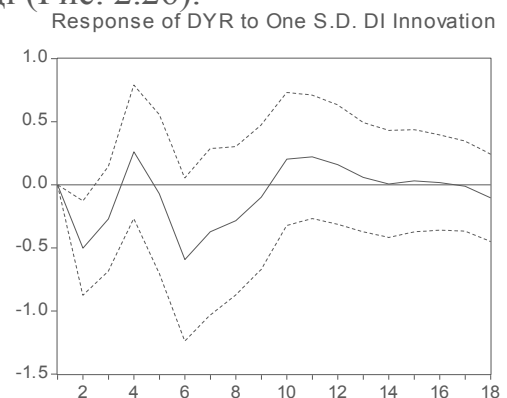
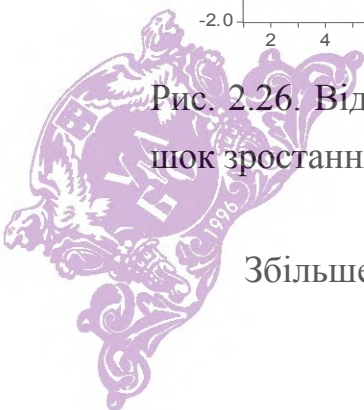


Рис. 2.27. Відгук реального ВВП на шок зростання реальної процентної ставки

Збільшення процентної ставки за кредитами на 1% призводить до



зменшення реального ВВП на 0,5% на другому місяці дії шоку та на 0,02% у тривалому періоді, що також відповідає результатам тестування за Грейнджером (Рис.2.27). Крім того така залежність свідчить про використання кредитування для поточного споживання реального сектору, а також є доказом дії процентного каналу трансмісійного механізму на даному етапі одночасно із попередніми результатами (падіння ВВП від збільшення обсягів кредитування на 1% на 1-4 місяці дії шоку), оскільки демонструє важливість фактору вартості кредитів для формування попиту на них у реального сектору. Фактично, порівнюючи отримані результати із дослідженнями, які не охоплюють період кризових явищ в економіці (або період економічного спаду), можна зробити висновок, що процентний канал на етапі спаду має сильніший ефект, одночасно із послабленням дії кредитного каналу. Така ситуація може бути наслідком зменшення обсягів очікуваних економічними суб'єктами майбутніх доходів, що скорочує попит на тимчасово вільні ресурси та робить його еластичним за ціною.

Вплив на реальне економічне зростання з боку змін реального обмінного курсу характеризується прямим зв'язком, що пояснюється кризовими явищами в економіці, оскільки падіння ВВП супроводжувалося падінням курсу гривні (Рис.2.28). Отже, можна зробити висновок, що знецінення національної валюти за своїми масштабами не перекрило ефекту від загального падіння темпів виробництва, хоча і покращило стан поточного рахунку платіжного балансу.



Рис. 2.28. Відгук реального ВВП на шок зростання реального обмінного

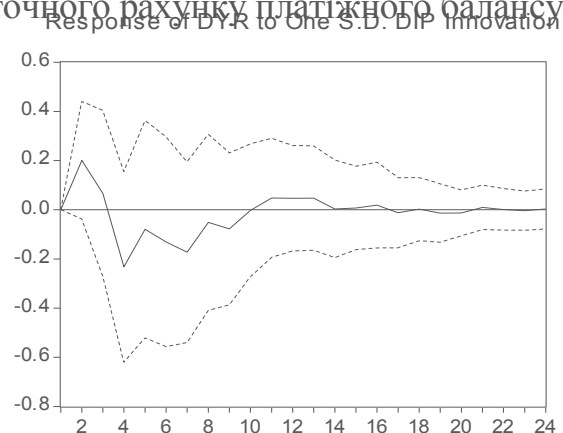


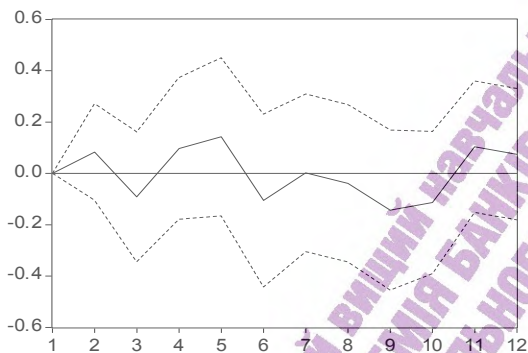
Рис. 2.29. Відгук реального ВВП на шок індексу споживчих цін

курсу гривні

Канал неочікуваної зміни цін в умовах економічного спаду навпаки проявляє себе – збільшення інфляційних очікувань спонукає економічних суб'єктів до збільшення обсягів споживання, що виражається у позитивній реакції ВВП на шок зміни індексу споживчих цін (Рис.2.29). Причинно-наслідковий зв'язок між показниками проявляє себе на 1-5 лагах, однак після короткострокового зростання починається спад економічної активності, що цілком узгоджується із теоретичними припущеннями.

Зростання індексу вартості житла веде до збільшення обсягів реального ВВП на 0,1% через 2 місяці після дії шоку (Рис. 2.30). Позитивна динаміка даного показника відображує збільшення попиту населення на нерухомість, що виражається у збільшенні обсягів капітальних інвестицій і будівництва, та результатом чого є зростання реального ВВП.

Response of DYR to One S.D. DIAC Innovation



Response of DYR to One S.D. DPFTS Innovation

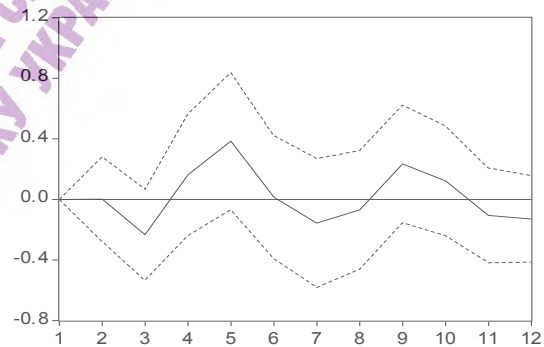


Рис. 2.30. Відгук реального ВВП на шок зростання індексу вартості нерухомості

Рис. 2.31. Відгук реального ВВП на шок зростання індексу ПФТС

Однак результати тесту на причинно-наслідкові зв'язки між змінними не підтверджують існування даного каналу в українській економіці, хоча фіксують зворотній вплив. Зростання індексу ПФТС викликає негативний відгук реального ВВП, що суперечить уявленням про дію даного каналу (Рис.2.31). Отже, можна зробити висновок про відсутність значного впливу цін активів на реальний випуск.

Побудовані функції імпульсних відгуків для визначення впливу

фінансових характеристик середовища на темпи зростання цін дають результати подібні до очікуваних.

Збільшення темпів кредитування економіки на 1% викликає зростання інфляції на 0,2% через 2 місяці та на 0,3% через рік (Рис.2.32). При цьому тестування на причинно-наслідкові зв'язки за Грейнджером підтверджує зв'язок між показниками на 2 місяці дії шоку.

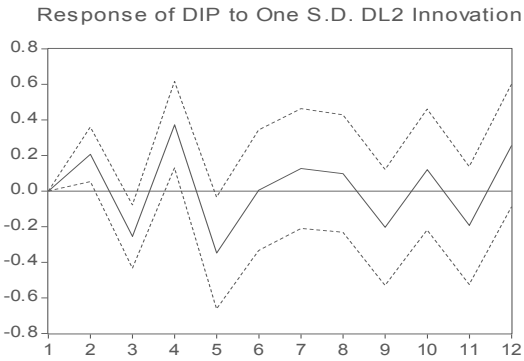


Рис. 2.32. Відгук індексу споживчих цін на шок зростання темпів кредитування економіки

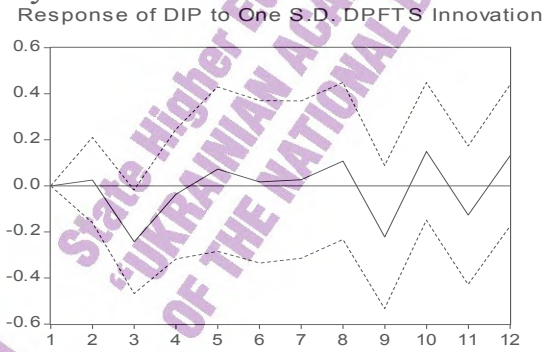


Рис. 2.33. Відгук індексу споживчих цін на шок зростання індексу ПФТС

Порівнюючи результати із отриманими в інших дослідженнях, можна зробити висновок про підсилення дії фактору інфляційних очікувань суб'єктів у період кризових явищ в економіці, що і демонструють отримані функції імпульсних відгуків та проведені тести. А також такий зв'язок означає, що кредитні кошти направляються на поточне споживання реального сектору, що несе в собі певні загрози.

Зростання цін акцій на 1% призводить до збільшення темпів інфляційних процесів через 5 місяців протягом приблизно 2 кварталів на 0,1%, що підтверджується тестом за Грейнджером (Рис.2.33).

На позитивний шок номінального ефективного курсу на 1% індекс споживчих цін відповідає зниженням у другому кварталі на 0,4% та на 0,2% у третьому (Рис. 2.34). Крім того така залежність підтверджується результатами тесту на причинно-наслідкові зв'язки, і є свідченням суттєвого та досить швидкого впливу номінального ефективного курсу гривні на інфляційні процеси, що підкреслює важливість валютної політики НБУ у підтриманні економічної стабільності країни. А крім того відображує значну відкритість

економіки через значну реакцію споживчого ринку на зміну цін імпортованих товарів, що впливає на попит на них, а також балансовий ефект.

У відповідь на шок реального економічного зростання індекс споживчих цін реагує зменшенням на 0,1% через 2 місяці після шоку та на 0,2% у тривалому періоді. Пік впливу фіксується на 4 місяці та складає 0,4% (Рис.2.35).

Response of DIP to One S.D. DNEOK Innovation

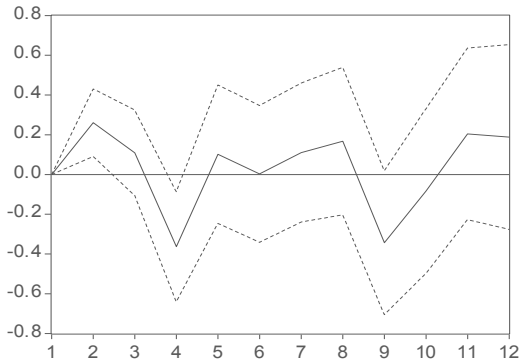


Рис. 2.34. Відгук індексу споживчих цін на шок зростання номінального ефективного обмінного курсу

Response of DIP to One S.D. DYS Innovation

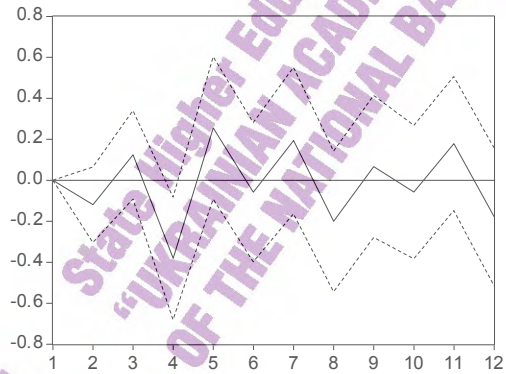


Рис. 2.35. Відгук індексу споживчих цін на шок зростання реального ВВП

Однак, слід зазначити, що гіпотезу про відсутність причинно-наслідкового зв'язку між даними показниками на достовірному рівні відкинути неможна, а отже, скоріше слід говорити про вплив інфляції на випуск ніж навпаки (що і підтверджують результати тесту Грейнджера наведені вище).

Зростання індексу вартості нерухомості на 1% викликає позитивну динаміку темпів інфляції протягом 2-4 місяців дії шоку, однак на більш тривалому горизонті не можна говорити про суттєвий вплив даного показника на інфляційні процеси (Рис.2.37).

Response of DIP to One S.D. DI Innovation

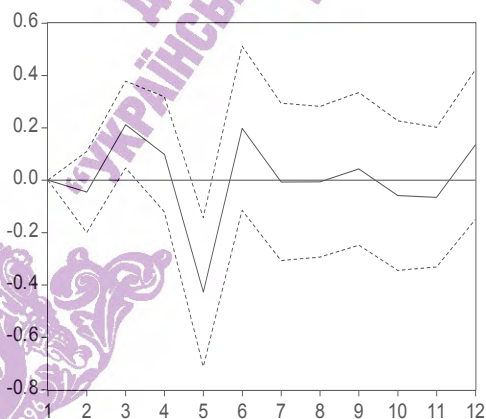
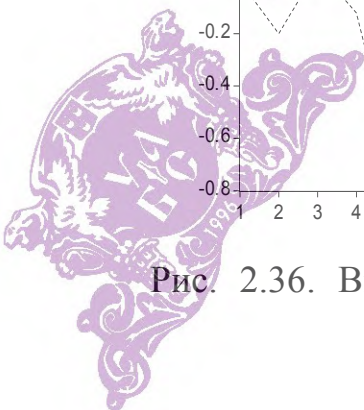


Рис. 2.36. Відгук індексу спожив-

чих цін на шок зростання реальної процентної ставки



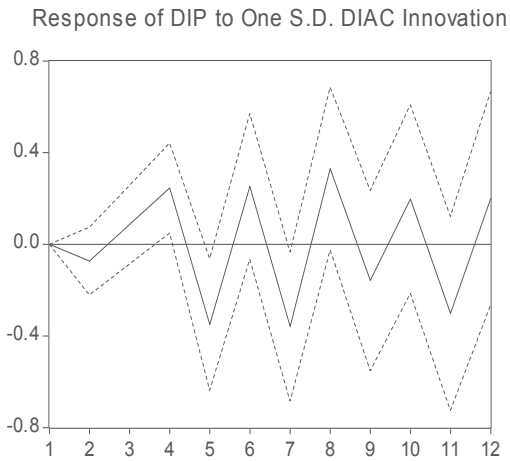


Рис. 2.37. Відгук індексу споживчих цін на шок індексу цін нерухомості

Крім того такі висновки не підтверджуються причинно-наслідковими зв'язками. Скоріше існує вплив зростання індексу цін на вартість нерухомості, що підтверджує і тест Грейнджера. Однак, і дана залежність викликана скоріше зменшенням платоспроможного попиту на нерухомість, що призвело до тимчасової фіксації цін і навіть їх зниження, яке супроводжувалося прискоренням темпів інфляційних процесів в економіці протягом 2008-2009 рр.

Вплив характеристик фінансового сектору на компоненти сукупного попиту досліджується за допомогою побудованих функцій імпульсних відгуків для нагромадження основного капіталу, споживання, та чистого експорту.

Інтерпретація отриманих функцій для сукупного споживання дає можливість зробити наступні висновки.

Response of DCCOST1 to One S.D. DI1 Innovation



Рис. 2.38. Відгук сукупних споживчих витрат на шок зростання реальної процентної ставки

Response of DCCOST1 to One S.D. DL1 Innovation

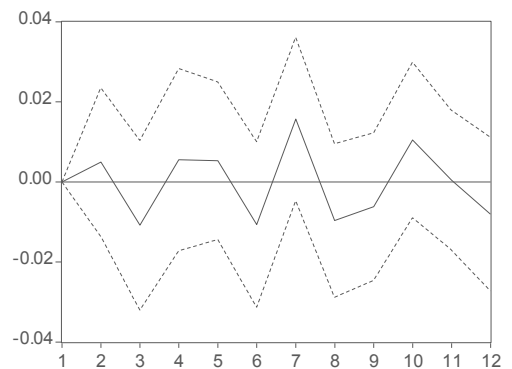


Рис. 2.39. Відгук сукупних споживчих витрат на шок зростання залишків за кредитами до реального сектору

Шок зростання реальної процентної ставки на 1% викликає зменшення

сукупних споживчих витрат на 0,02% через три місяці, а у тривалому періоді (рік) – на 0,005%, що цілком відповідає теоретичним припущенням (Рис.2.38). Залежність показників підтверджується також і за тестом на причинно-наслідкові зв'язки. Отже, на даному етапі ціна вільних ресурсів має вплив на споживчий попит через збільшення витрат домогосподарств, хоча і не великий.

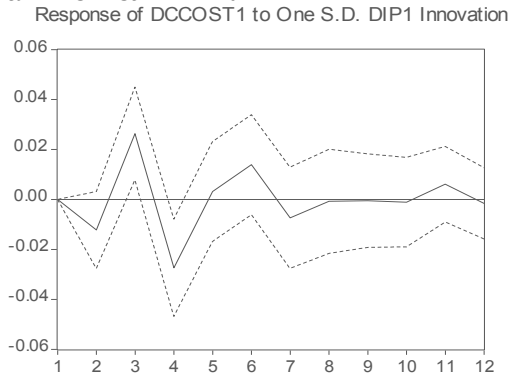


Рис. 2.40. Відгук сукупних споживчих витрат на позитивний шок індексу споживчих цін

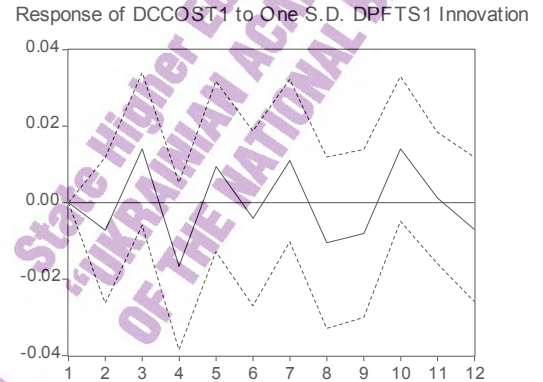


Рис. 2.41. Відгук сукупних споживчих витрат на позитивний шок індексу ПФТС

Збільшення темпів кредитування реального сектору на другому місяці дії шоку викликає зростання споживчих витрат на 0,01% (Рис.2.39). Однак кризові події 2008-2009 рр., що призвели до різкого зменшення кредитування економічних агентів, вплинули і на результати моделювання – залежність споживання від отриманих кредитів скоротилася, що і відображує отримана функція імпульсних відгуків. Тестування за Грейнджером підтверджує отримані результати.

Відповідь сукупних витрат на позитивний шок зростання індексу цін складає 0,025% через 3 місяці та 0,017 через 6 місяців. У більш тривалому періоді відгук становить 0,015%, що демонструє дію каналу очікувань у трансмісійному механізмі монетарної політики, а саме – інфляційних очікувань.



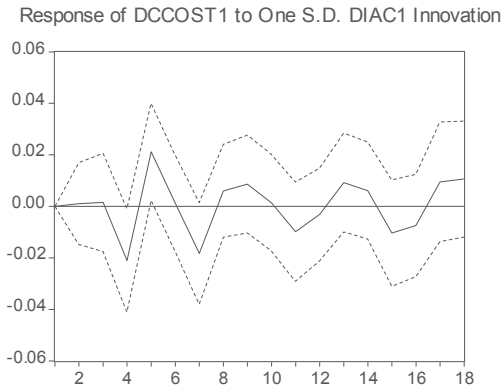


Рис. 2.40. Відгук сукупних споживчих витрат на позитивний шок індексу цін нерухомості

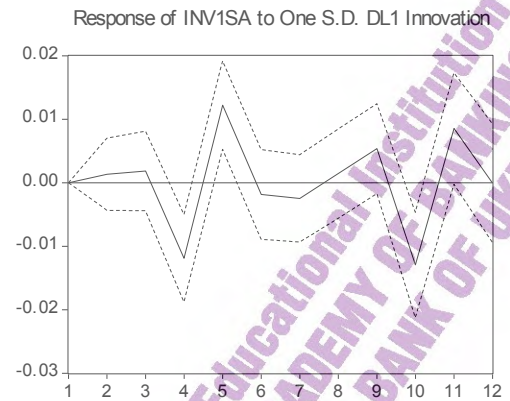


Рис. 2.41. Відгук валового нагромадження на позитивний шок темпів кредитування

Як і очікувалося, не виявлено значного впливу на споживання з боку зростання цін акцій, що підтверджує і тест на причинно-наслідкові зв'язки (Рис. 2.40). Однак зафіксовано залежність споживання від шоку зростання індексу цін на нерухомість – зміна останнього на 1% призводить до зростання сукупних витрат на 0,01% через 8 місяців (Рис. 2.41). Результати підтверджуються і тестом на причинно-наслідкові зв'язки. Отже, гіпотеза про використання економічними агентами нерухомості у якості об'єкту для вкладення коштів отримала підтримку, а тому можна говорити про існування специфічного каналу цін активів в українській економіці.

Дослідження змін валового нагромадження у відповідь на дію шоків показників, які характеризують фінансові умови економічного середовища, проведено за допомогою наступних функцій імпульсних відгуків.

На збільшення темпів кредитування економіки інвестиції реагують позитивно протягом 2-4 місяців дії шоку – 0,01% на 1% шоку, також у третьому кварталі (Рис.2.42). Хоча такий вплив є короткостроковим, він підтверджується і за тестом Грейнджера. Зменшення значення даного взаємозв'язку порівняно із попередніми дослідженнями пов'язане насамперед із зменшенням обсягів кредитування реального сектору, що є зрозумілим у період економічної рецесії. А також відображує зменшення ролі кредитних ресурсів у фінансуванні інвестиційної діяльності, що означає і зменшення ролі кредитного каналу монетарної трансмісії.

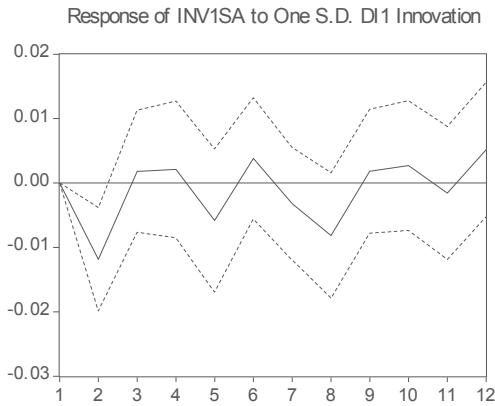


Рис. 2.42. Відгук валового нагромадження на позитивний шок реальної процентної ставки

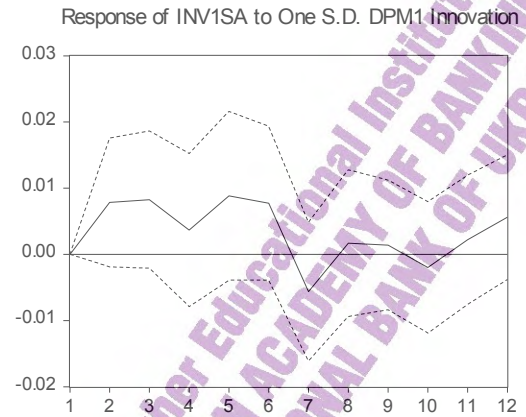


Рис. 2.43. Відгук валового нагромадження на позитивний шок індексу цін виробників

Реальна процентна ставка за результатами моделювання спричиняє зменшення темпів нагромадження капіталу на 0,02% протягом перших 2 місяців дії шоку, що на даному етапі може бути свідченням роботи процентного каналу (Рис.2.43). Однак результати тесту на знаходження причинно-наслідкових зв'язків не дозволяють відкинути гіпотезу про відсутність такого зв'язку між даними показниками на достатньому рівні значимості. Причиною проявлення певних елементів дії зазначеного каналу може бути одночасне скорочення обсягів кредитування економіки та здороження таких ресурсів внаслідок проблем із ліквідністю, які існували у досліджуваній період.

Зростання індексу цін виробників на 1% викликає тимчасове збільшення обсягів інвестицій на 0,01% та подальше їх зменшення на таку ж величину через 6-8 місяців дії шоку (Рис. 2.43), що вкладається в уявлення про дію каналу інфляційних очікувань.

Не отримано підтвердження дії каналу вартості капіталу фірми (q -Тобіна), оскільки побудована функція імпульсних відгуків суперечить уявленням про його дію, а результати тесту на знаходження причинно-наслідкових зв'язків не дозволяють відкинути гіпотезу про відсутність останнього (Рис. 2.44). Незначний відгук викликають і зміни індексу вартості нерухомості: лише 0,001% у тривалому періоді.

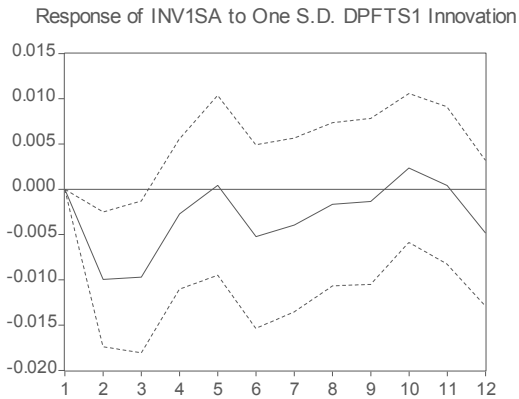


Рис. 2.44. Відгук валового нагромадження на позитивний шок індексу зростання цін акцій

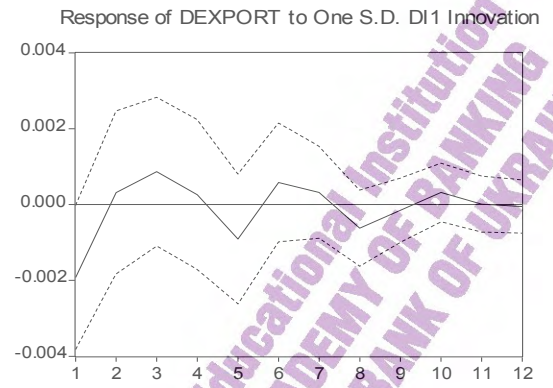


Рис.2.45. Відгук чистого експорту на зміну реальної процентної ставки

Чистий експорт на зміну процентних ставок реагує позитивно, що в принципі вкладається в уявлення про дію даного каналу, проте за умов прив'язки валютного курсу, що характерно для нашої економіки, робота даного каналу є сумнівною (Рис. 2.45).

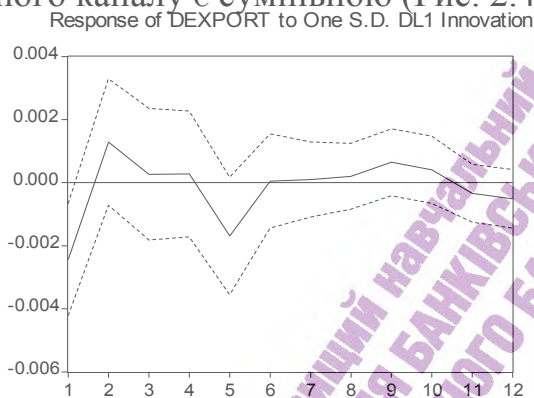


Рис.2.46. Відгук чистого експорту на зміну темпів кредитування економіки

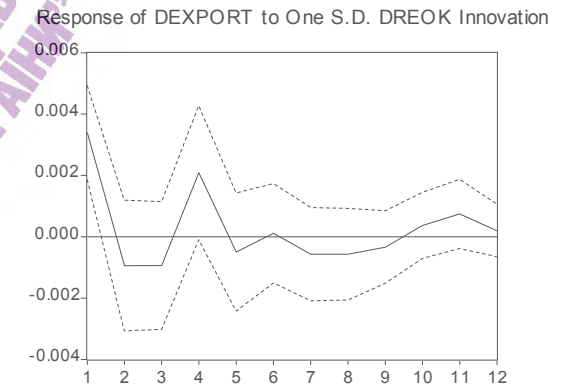


Рис.2.47. Відгук чистого експорту на зміну реального ефективного обмінного курсу

Відгук на 1% зміни темпів зростання кредитування економіки є негативним (0,2%), що є зрозумілим, оскільки отримані кредити здебільшого направляються на придбання товарів імпортного виробництва, відповідно, знижується сальдо чистого експорту (Рис.2.46). Результати проведених тестів на причинно-наслідкові зв'язки підтверджують наведені функції імпульсних відгуків (Рис.2.46 та Рис. 2.47).

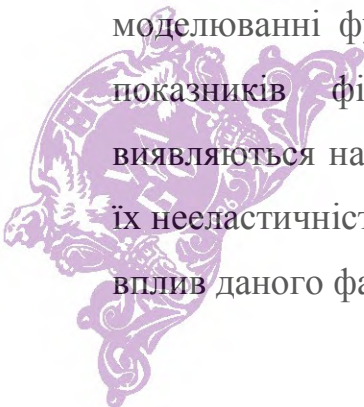
Зростання реального обмінного курсу гривні викликає негативний відгук чистого експорту, що веде до зниження частки останнього у ВВП у тривалому

періоді на 0,1% (Рис.2.46). Такі висновки свідчать про важливість каналу валютного курсу в передавальному механізмі монетарної політики та підтверджуються тестом на причинно-наслідкові зв'язки між показниками.

За результатами моделювання залежності змін трансмісійних модулів суб'єктів економіки від потоків залучених та отриманих коштів, а також їх вартості виявлено, що головними характеристиками фінансової системи, які впливають на потоки залучених від населення ресурсів є курсові та інфляційні очікування, що відображує значимість каналу очікувань у трансмісійному механізмі монетарних імпульсів.

Попит на кредитні ресурси з боку домогосподарств також найбільше залежить від цінових та курсових очікувань, що з одного боку демонструє значний обсяг кредитів у іноземній валюті у загальній масі кредитів, а з іншого підкреслює вплив зовнішніх факторів (таких як інфляція або кризові явища в економіці) на його формування. Цікавою є зафіксована залежність між обсягами чистих доходів від нерухомості та обсягами кредитування. Збільшення витрат на нерухомість негативно впливає на попит домогосподарств на кредити, що є свідченням невеликого обсягу платоспроможного попиту населення на даний актив, і одночасно означає, що зменшення чистого доходу від активу викликає зменшення фінансової активності населення. Така залежність виступає підтвердженням тези про використання її (нерухомості) в якості фінансового активу та роботи специфічного каналу багатства передавального механізму монетарної політики в українській економіці.

Суб'єкти господарювання кредитні ресурси здебільшого спрямовують на фінансування поточної діяльності, що пояснює отримані вище результати при моделюванні функцій імпульсних відгуків валового нагромадження на зміни показників фінансового середовища. Крім того, банківські кредити виявляються найбільш доступним засобом фінансування потреб, що зумовлює їх нееластичність за ціною, хоча кризові явища 2008-2009 рр. суттєво зменшили вплив даного фактору.



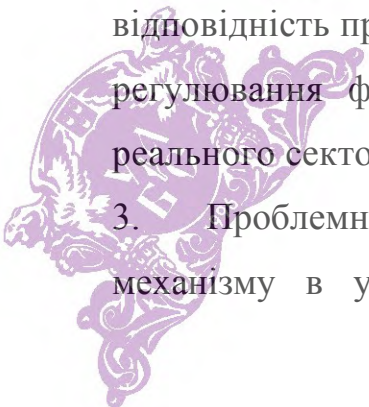
Отже, канал очікувань найсильніше проявляє себе через поведінку сектору домогосподарств, тоді як кредитний канал передачі монетарних імпульсів діє через усіх економічних агентів.

Висновки до розділу 2.

1. Головними факторами, які визначають ефективність роботи каналів передачі монетарних імпульсів виступають стабільність руху грошових потоків та ступінь довіри до дій монетарної влади. Дія першого з них виражається через стабільність попиту на гроші. У якості показників, які його характеризують запропоновано використати коефіцієнт монетизації економіки та коефіцієнт готівкових заощаджень. Ступінь довіри економічних агентів до дій монетарної влади визначається ефективністю комунікаційної політики центрального банку.

2. Сукупність передумов ефективного функціонування передавального механізму монетарної політики можна поділити на дві групи: загальні економічні передумови та структурні характеристики фінансової системи. До показників, які відображують стан першої відносяться: коефіцієнт монетизації економіки, коефіцієнт готівкових заощаджень, сукупні витрати, ступінь відкритості економіки, величина доходів та видатків державного бюджету, ступінь участі держави у регулюванні товарних ринків та цін, частка державної власності у корпоративному секторі, ступінь розвитку та ефективність законодавства із захисту корпоративних прав суб'єктів господарювання, ефективність корпоративного управління. До другої – тип фінансової системи країни, структурні характеристики банківської системи, показники фінансового стану банківського сектору, строкова структура кредитно-інвестиційного портфелю комерційних банків, рівень та глибина розвитку фінансових ринків, послідовність дій монетарної влади та їх відповідність проголошеній стратегії, використання адміністративних важелів регулювання фінансового ринку, ступінь участі держави у кредитуванні реального сектору, ступінь доларизації активів та мобільність капіталу.

3. Проблемність ідентифікації та ефективної роботи трансмісійного механізму в українській економіці визначається наступними факторами:

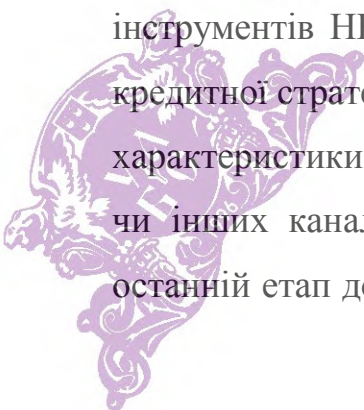


недомонетизованість економіки, значна частка заощаджень населення, які не залучені до фінансового ринку, неузгодженість фіскальної та грошово-кредитної політик, недостатній рівень розвитку корпоративного законодавства та управління, відсутність нормативно-правових актів, які захищають права міноритарних акціонерів, значна асиметрія інформації у реальному секторі, дисбаланс та недостатній розвиток фінансового ринку, існування значної доларизації активів та надто швидка лібералізація потоків капіталу, яка не дала змогу фінансовому ринку пристосуватися до нових умов та абсорбувати ресурси, які почали надходити із міжнародних ринків.

4. Популярним підходом, який використовується для дослідження ефективності роботи каналів передавального механізму монетарної політики є метод векторних авторегресій. Проте існує кілька недоліків використання згаданого механізму: надмірна гнучкість, короткостроковий та несистематичний характер впливу шоків, проблема ідентифікації моделі та проблема неявної трансмісії. надвисокий взаємозв'язок регресорів, який викликає мультиколінеарність. Для покращення результатів моделювання роботи каналів поряд із даним інструментарієм використано регресійний аналіз потоково-модульних взаємодій економічних агентів.

5. Існування грошово-кредитних та інформаційних потоків, які виконують функцію передачі імпульсів від модуля одного суб'єкта до іншого, дозволяє говорити про побудову потоково-модульної моделі трансмісійного механізму монетарної політики, де відображені основні потоки-носії імпульсів та трансмісійні модулі суб'єктів.

6. Дослідження впливу грошово-кредитної політики на реальний сектор проведено у три етапи. Нульовий включає визначення дії монетарних інструментів НБУ на головні параметри, які характеризують напрям грошово-кредитної стратегії. На першому етапі аналізується вплив монетарних умов на ті характеристики фінансового сектору, які фактично відповідають за роботу тих чи інших каналів передавального механізму монетарної політики. Другий і останній етап дослідження визначає зв'язки між змінними фінансового сектору



та макроекономічними показниками.

7. Результати дослідження дозволяють зробити висновок про існування кредитного каналу передачі монетарних імпульсів. Однак внаслідок кризових явищ, якими характеризувався стан економіки у 2008-2009 рр., його дія значно послабилася. Крім того виявлено, що головним напрямком використання кредитних ресурсів суб'єктами господарювання є фінансування поточної діяльності, що значно послаблює вплив грошово-кредитної політики на інвестиційну складову ВВП.

8. Функціонування каналу процентних ставок характеризується значною невизначеністю, хоча його дія фіксується на окремих стадіях передавального механізму. Передумовою для зростання його ефективності стало послаблення дії кредитного каналу та значне зростання вартості кредитних ресурсів внаслідок фінансової кризи.

9. Канал цін активів слабо виражений, проте зафіксовано вплив вартості та доходів від нерухомості на доходи та економічну активність суб'єктів господарювання, що свідчить на користь гіпотези про використання останньої в якості об'єкту для вкладання коштів. Тобто можна говорити про існування специфічного каналу доходів у вітчизняному передавальному механізмі монетарної політики.

Основні наукові результати розділу опубліковані в працях [82, 146, 83, 78, 79, 80].



РОЗДІЛ 3

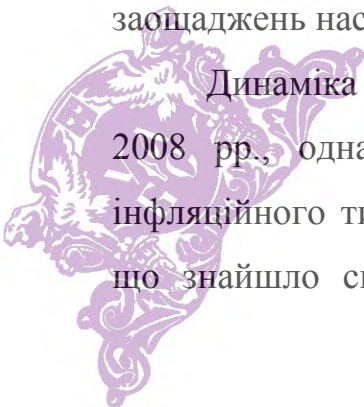
ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ ПЕРЕДАВАЛЬНОГО МЕХАНІЗМУ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ У ВІДКРИТІЙ ЕКОНОМІЦІ

3.1. Напрямки вдосконалення ефективності дії каналів трансмісійного механізму монетарної політики у відкритій економіці

За результатами проведеного дослідження було визначено основні характеристики як фінансового так і економічного середовища загалом, які впливають на дієвість каналів монетарної трансмісії. Розрахунки та моделі, які були проведені та побудовані для визначення особливостей роботи зазначених каналів у економіці України, дозволяють окреслити напрямки здійснення економічної політики, які можуть підвищити ефективність роботи передавального механізму.

Варто зазначити, що центральний банк, як монетарна влада, одноосібно не здатен відновити макроекономічну рівновагу та створити передумови для стійкого економічного зростання, оскільки значна кількість специфічних характеристик економічного середовища знаходиться поза межами його впливу. На перший план в такому разі виходить необхідність координації фіскальної та грошово-кредитної політики з метою підтримання стабільності грошових потоків, замість створення дисбалансів у їх русі. Головними показниками, які були використані у дослідженні як її відображення, виступають коефіцієнт монетизації економіки та коефіцієнт готівкових заощаджень населення.

Динаміка першого з них мала тенденцію до зростання протягом 2006-2008 рр., однак таке зростання у 2008 р. забезпечувалося збільшенням інфляційного тиску на економіку, а не об'єктивним зростанням виробництва, що знайшло своє відображення у динаміці структури грошових агрегатів.

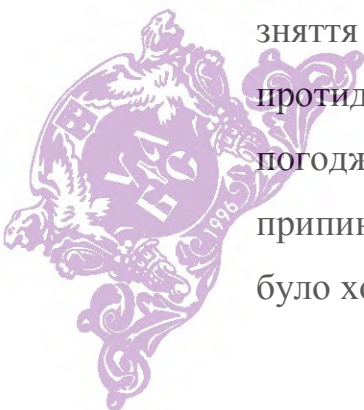


Однак у 2009 р. показник знов мав тенденцію до зниження, що пояснюється здійсненням ряду антиінфляційних заходів та рестрикційною монетарною політикою, а також дією факторів, пов'язаних із кризовим станом економіки. Хоча у роботі наголошується важливість зростання даного показника для дієвості каналів передачі монетарних імпульсів, проте у даному випадку на перший план виходить структура грошової маси, оскільки позитивний ефект на визначеність дії каналів справляє саме зростання частки коштів економічних суб'єктів у розпорядженні фінансового сектору. Відповідно, тенденція цін до зростання у даний період швидше дала негативний ефект для розвитку передавального механізму. Отже, одним із напрямків підвищення результативності використання грошово-кредитного інструментарію повинен стати комплекс заходів, направлених на залучення більшої частки коштів суб'єктів економіки на рахунки комерційних банків. А також дії, направлені на зменшення динаміки зростання цінових індексів, що є проблемою комплексною та вимагає тісної співпраці Уряду з монетарною владою.

Динаміка коефіцієнту готівкових заощаджень у свою чергу пов'язана із змінами швидкості обертання грошей в економіці. Його зростання з одного боку прискорює рух грошових потоків, оскільки означає більшу кількість коштів у готівці на руках економічних суб'єктів, а з іншого – має негативний вплив на монетизацію, перш за все – через погіршення структури грошової маси. Таким чином, підвищення стабільності руху грошових коштів призводить до зменшення значень даного коефіцієнта.

Додатковими заходами для стимулювання залучення коштів економічних суб'єктів до банківської системи можуть стати:

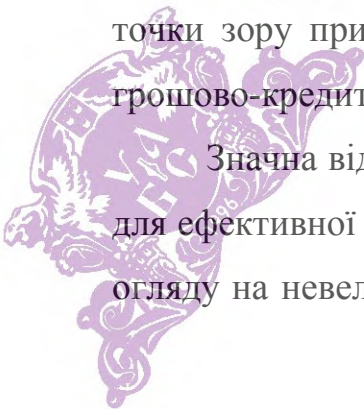
- відмова від використання адміністративних обмежень, зокрема на зняття депозитів населення, що мали місце як тимчасовий захід протидії відтоку коштів у 2008 р. Більшість дослідників погоджуються, що застосування НБУ заборони дострокового припинення депозитних договорів, запровадженої Постановою № 319, було хоча і ефективним, проте за жорстким заходом регулювання [39];



- стимулювання зростання частки депозитів у національній валюті через сильнішу диференціацію процентної політики та підтримку обмінного курсу гривні. Оскільки валютна політика виступає одним із найефективніших інструментів грошово-кредитного регулювання внаслідок значної дії курсових очікувань населення, то підтримка «сильної» гривні може зменшити попит на іноземну валюту як на актив та сприятиме зростанню частки заощаджень у національних грошових одиницях. При чому сьогодні глобальна фінансова ситуація склалася таким чином, що з'явилися передумови для зменшення ступеню доларизації активів внаслідок послаблення валютних позицій долару та євро, а отже, можна очікувати і зменшення ступеню доларизації [60].
- розробка комунікаційної стратегії центрального банку також може створити стимули для більшого залучення населення до фінансової сфери через формування позитивного іміджу монетарної влади, що провокуватиме і зростання довіри до банківської системи в цілому;

Однак нарощування темпів кредитної активності повинно відбуватися поступово та рівномірно із зростанням обсягів депозитів в банках, оскільки надмірна кількість споживчих кредитів своїм суттєвим недоліком має формування потенціалу для зменшення обсягів залучення капіталу у майбутніх періодах внаслідок вилучення частки доходів населення на обслуговування боргів. Хоча слід взяти до уваги, що саме за рахунок кредитних ресурсів збільшилася частка товарів тривалого користування у структурі споживчого попиту, що має позитивний ефект на ефективність передачі грошово-кредитних імпульсів. Отже, відновлення кредитування економіки є необхідним не лише із точки зору прибутковості банківської системи, а і покращення можливостей грошово-кредитного регулювання.

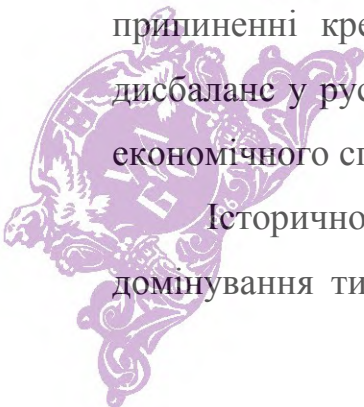
Значна відкритість економіки України з одного боку створює передумови для ефективної реалізації монетарної стратегії направленої на стабільність цін з огляду на невеликі розміри економіки, а з іншого – означає сильну залежність



економічних агентів від коливань валютного курсу. При чому діючий фактично «фіксований режим» обмінного курсу робить неможливим повноцінне функціонування процентного каналу передачі грошово-кредитних імпульсів через необхідність виконання центральним банком зобов'язань щодо підтримання стабільності обмінного курсу. Оскільки процентні ставки та банківська ліквідність за таких умов визначаються переважно зовнішньоекономічними факторами, то грошово-кредитне регулювання має досить обмежений вплив на сукупний попит. А головним монетарним інструментом виступають валютні інтервенції, значні обсяги яких роблять валютний ринок основним джерелом змін обсягів грошової пропозиції.

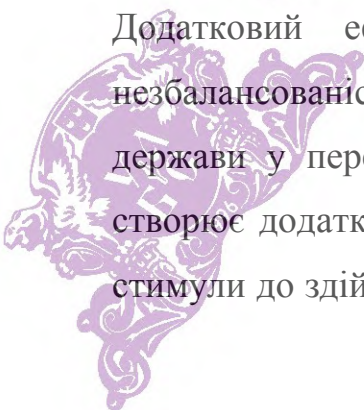
Дія каналу валютного курсу у цих умовах також має специфічні властивості. По-перше, її механізм відрізняється від класичних уявлень, за якими імпульси до зміни валютного курсу передаються через процентні ставки. По-друге, сама зміна обмінного курсу має різноспрямований вплив на фінансові характеристики суб'єктів господарювання. За умов девальвації – відбувається поживлення економіки через зростання обсягів чистого експорту та покращення структури платіжного балансу. Однак одночасно збільшується боргове навантаження на тих суб'єктів економіки, які мають кредити в іноземній валюті, і виникає балансовий ефект [8]. Отже, сукупний ефект від дії каналу валютного курсу на економічне зростання досить важко передбачити. Протягом 2008-2009 рр. ми мали можливість спостерігати таку неузгодженість у реальній економіці. Різка девальвація курсу гривні викликала покращення сальдо поточного рахунку платіжного балансу, що позитивно вплинуло на динаміку чистого експорту, і одночасно – кризу неплатежів за кредитами, що відобразилося, зокрема, у тих збитках, які отримала банківська система, та припиненні кредитування реального сектору, яке в свою чергу викликало дисбаланс у русі фінансових потоків та посилило негативний вплив тенденцій економічного спаду.

Історично сформований тип фінансової системи України передбачає домінування тих каналів передавального механізму монетарної політики, які



діють через фінансові потоки, що проходять через банківську систему. При чому така ситуація є характерною для країн із невеликою відкритою економікою, що розвивається. Проте домінування кредитного каналу, що є природним за таких умов, перешкоджає ефективному передаванню монетарних імпульсів через процентні ставки. Для послаблення його дії важливим є зменшення рівня інформаційної асиметрії на фінансовому ринку, що може бути досягнутим через запровадження високих стандартів корпоративного управління та підвищення прозорості та доступності фінансової інформації [132]. Відповідно, зменшаться ризики неповернення кредитів, що призведе до перегляду величини ризик-премії у процентних ставках та позитивно позначиться на результативності процентної політики [87]. Однак, дані питання лежать поза межами відповідальності центрального банку та вимагають співпраці усіх гілок влади.

Вплив центрального банку на темпи зростання цін в економіці є досить обмеженим, оскільки їх динаміка у більшій мірі залежить від інших факторів. Так, посилення інфляційних процесів у світовій економіці, яке мало місце переважно через зростання вартості товарів сільськогосподарської групи, призвело до посилення інфляційних очікувань на глобальному рівні. При чому країни, які визначили головним пріоритетом цінову стабільність, змогли подолати негативний шок зростання цін на споживчі товари та паливо, оскільки інфляційні очікування були закріплені [109]. А у країнах, які використовують інші показники у якості монетарної цілі, посилюється тенденція до зростання поточного рівня цін. Крім того в Україні дія негативних інфляційних очікувань є достатньо сильною внаслідок нестабільності загальної макроекономічної ситуації та негативного історичного досвіду (стагфляція 90-х років) [110]. Додатковий ефект для посилення інфляційних процесів створила і незбалансованість фіскальної політики. По-перше, зростання частки участі держави у перерозподілі ВВП, яка збільшилася за останні 6 років на 8%, створює додатковий податковий тиск на суб'єктів господарювання та знижує стимули до здійснення інвестицій [49]. По-друге, зростання видаткової частини

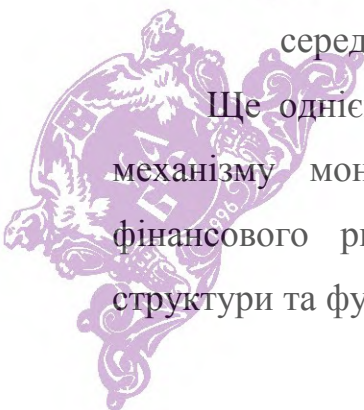


державного бюджету відбувається переважно за рахунок збільшення соціальних виплат та перевищує за темпами не лише збільшення доходів, а і темпи економічного зростання [68]. Навіть в умовах економічної рецесії внаслідок політичної нестабільності соціальні видатки продовжували зростати. Така направленість бюджетної політики спровокувала зростання доходів населення, що сприяло прискоренню темпів інфляції через формування надлишкового попиту. Останній призвів до зростання дефіциту платіжного балансу та рекордних темпів споживчого кредитування у 2007 р., які фінансувалися за рахунок припливу міжнародного капіталу до банківської системи [97, 23]. Наслідком незбалансованості макроекономічної ситуації став перегрів економіки, який завершився глибоким спадом наприкінці 2008 р., коли світова фінансова криза значно зменшила обсяги потоків тимчасово-вільних ресурсів.

Отже, вплив на інфляційні процеси в економіці повинен забезпечуватися скоординованістю дій усіх гілок влади. Можливим заходами, що покликані сбалансувати дію грошово-кредитної та фіскальної політик, можуть бути наступні:

- розмежування сфер впливу на інфляційні процеси та відповідальності між Національним банком та Урядом;
- узгодження заходів монетарної та фіскальної політик;
- проведення збалансованої соціальної політики із врахуванням її впливу на темпи інфляції та економічного зростання;
- створення стимулів для здійснення інвестиційної діяльності суб'єктами господарювання;
- підвищення прозорості фіскальної політики через застосування середньострокового планування.

Ще однією перешкодою ефективному функціонуванню передавального механізму монетарної політики виступає недостатній ступінь розвитку фінансового ринку. Серед заходів направлених на вдосконалення його структури та функціонування можна виділити наступні:



- створення умов для підсилення конкуренції на ринку банківських послуг, а також і на фінансовому ринку в цілому, що забезпечить еластичність процентних ставок по кредитах у реальний сектор економіки до впливу важелів монетарного регулювання;
- вдосконалення інфраструктури фондового ринку, яке стимулюватиме зростання обсягів торгів на його організованій частині;
- розвиток законодавства із регулювання захисту корпоративних прав міноритарних акціонерів та поширення інформації про роботу фондового ринку серед широких верств населення, що забезпечить залучення більшої кількості інвесторів до участі у торгах та дозволить збільшити їх обсяги, а також покращить ліквідність ринку та створить передумови для роботи механізмів ціноутворення.

Важливого значення для забезпечення дієвості каналу процентних ставок на сучасному етапі також має удосконалення роботи його окремого сегменту – ринку державних цінних паперів. Зважаючи на досвід інших країн, які використовували здійснення операцій із державними цінними паперами (Польща та Чеська Республіка), його ефективне функціонування надасть можливість Національному банку виступити у ролі постачальника грошових ресурсів, а не проводити мобілізаційні операції із метою підтримки ліквідності [111]. Із цією метою були випущені цінні папери центрального банку, операції з якими дозволили ефективно поглинути надлишкову ліквідність у фінансовій системі.

В останніх дослідженнях, які присвячені ефективній реалізації заходів монетарної політики, підкреслюється важливість чіткого розуміння дій центрального банку суб'єктами економічної діяльності у контексті їх впливу на очікування щодо майбутніх змін процентних ставок. Більше того – висувається теза щодо превалюючої ролі комунікаційної політики серед інструментів грошово-кредитного регулювання. Наприклад, М. Вудфорд у своїй роботі підкреслює: « Важливі не лише очікування щодо майбутньої монетарної політики, [...] але дуже небагато факторів важливі ще» [202].

Звичайно процентні ставки, які встановлює центральний банк, є короткостроковими, та здійснюють незначний вплив на прийняття рішень суб'єктами економіки, вони швидше виконують сигнальну функцію – демонструють очікування (наміри) щодо майбутньої політики, які змінюють ринкові процентні ставки, і таким чином впливають на прийняття економічних рішень. За таких умов великого значення набуває «ступінь довіри» до оголошеного владою курсу та передбачуваність дій центрального банку, а отже, і ефективна комунікаційна політика.

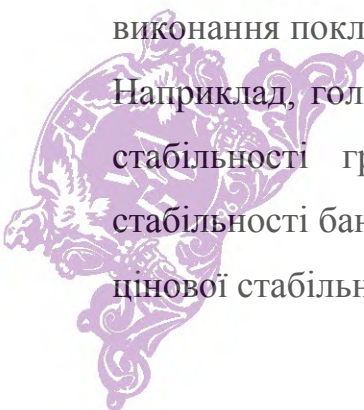
Зважаючи на те, що даний інструмент грошово-кредитного регулювання впливає на найбільш «тонкий» рівень сприйняття суб'єктами змін економічного середовища – очікування, ми вважаємо, що вдосконалення механізму його використання може суттєво підвищити ефективність дії процентного каналу та каналу інфляційних очікувань у трансмісійному механізмі монетарної політики. Отже, пропонуємо докладніше розглянути це поняття.

У звичайному (маркетинговому) розумінні комунікаційна політика – це система заходів із взаємодії банку із потенційними споживачами та суспільством взагалі, які направлені на формування попиту та збільшення обсягу продажів банківського продукту [69].

До її основних складових входять :

1. особисті продажі;
2. реклама;
3. заходи стимулювання;
4. публік рілейшенз [120].

Зрозуміло, що таке визначення є некоректним для центральних банків, перш за все тому, що вони є некомерційними організаціями, і створені з метою виконання покледних на них функцій із регулювання грошово-кредитної сфери. Наприклад, головною функцією Національного банку України є забезпечення стабільності грошової одиниці України. Для її виконання він сприяє стабільності банківської системи, а також у межах своїх повноважень підтримці цінової стабільності [113].



Отже, виходячи із основних завдань та функцій центральних банків, комунікаційна політика може бути визначена як система заходів із взаємодії центрального банку із комерційними банками та іншими суб'єктами економіки, які направлені на підвищення ступеню поінформованості суб'єктів щодо стану та перспектив розвитку грошово-кредитної сфери, підвищення рівня довіри до заходів грошово-кредитної політики та формування позитивного іміджу влади.

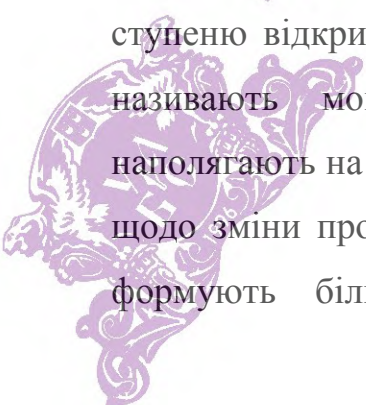
До основних її складових, відповідно, можна віднести:

1. Інформативні заходи, які передбачають систему донесення даних до економічних суб'єктів. Це можуть бути як письмові і усні носії внутрішнього користування (постанови, розпорядження, наради) так і зовнішні (виступи на зустрічах, семінарах, публікації у спеціалізованих виданнях, нормативно-правові акти, звіти, прогнози та інше).

2. Заходи щодо підвищення прозорості та передбачуваності майбутніх змін у грошово-кредитній політиці включають у себе розробку прогнозів майбутніх змін процентних ставок, кількісний аналіз впливу різноманітних шоків на зміни у прогнозованих процентних ставках за попередній період, та визначення критеріїв, які впливають на цільову функцію центрального банку.

3. Паблік релейшенз. Створення позитивного іміджу центрального банку відіграє не останню роль, оскільки прямо впливає на довіру суспільства до влади та на формування очікувань, а отже, і на ділову активність.

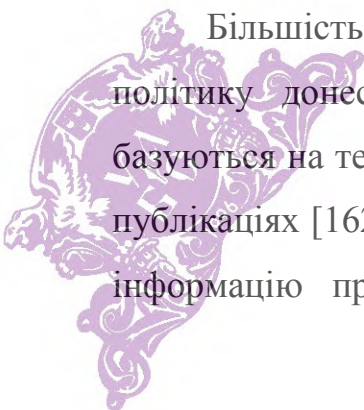
Дослідженням, які розглядають проблему ефективності комунікаційної політики, присвячені праці А. Холмсена, Б. Вілхелмсена, Д. Арчера, Ж. Бекерта, А. Блайндера, С. Цечетті та ін. Головним питанням, на яке намагаються відповісти науковці, є вирішення дилеми щодо необхідного ступеню відкритості та прозорості дій грошово-кредитної влади. Деякі з них називають монетарну політику «менеджментом очікувань» [202] та наполягають на необхідності публікації центральним банком власних прогнозів щодо зміни процентної ставки, акцентуючи увагу на тому, що такі прогнози формують більш точні оцінки цільової функції центрального банку



економічними агентами, що поліпшує їх добробут [192]. Інші – висувають аргументи проти повної прозорості та публікації прогнозів. Так, Ф. Мишкін та Ч. Гудхард зазначають, що монетарній владі важко визначити майбутню динаміку процентних ставок у довгостроковій перспективі [177, 169]. З ними погоджуються А. Блайндер та Ч. Віплош, які аргументують це тим, що вибір напряму зміни процентних ставок залежить від методів прийняття рішень у центрального банку, отже узгодження специфічного прогнозу окремого комітету із загальною стратегією є дійсно складним завданням, як це, наприклад, відбувається із Комітетом монетарної політики в Банку Англії [155]. Крім того публікація прогнозів може обмежити функції монетарної влади щодо регулювання процентних ставок відповідно до темпів економічно зростання, оскільки влада буде обмежена прогнозними значеннями, що є зрозумілим, адже співпадіння чи неспівпадіння прогнозів із реальною політикою є ще і питанням престижу. Хоча на противагу цим аргументам А. Холмсен та Я. Квікстад на прикладі використання комунікаційного підходу Центральним банком Норвегії зазначають, що саме ігнорування темпів розвитку економіки негативно впливає на очікування суспільства, а не адекватне корегування прогнозів та курсу процентної політики [170].

Таким чином, за критерієм прозорості можна розрізнити закриту та відкриту комунікаційну політику. Відкрита передбачає широке та ефективне застосування усіх зазначених складових, включаючи прогнозування майбутньої динаміки процентних ставок. Така політика характерна для кількох центральних банків світу: вперше вона була застосована Центральним банком Нової Зеландії [154], потім – Центральним банком Норвегії (2004 р.), а пізніше – Швеції та Чехії [161].

Більшість центральних банків (Рис. 3.2) обирають непрямую комунікаційну політику донесення майбутніх орієнтирів, використовуючи прогнози, які базуються на технічному аналізі, та вербальні сигнали у публічних виступах та публікаціях [162]. За таких методів комунікації економічні суб'єкти отримують інформацію про векторні зміни процентної політики, проте не можуть



передбачити її кількісні характеристики. Проте сьогодні на відміну від 50-х років минулого століття пропагандується публічне висвітлення цільових орієнтирів центральними банками. Вони становляться все більш прозорими, особливо цей процес інтенсифікувався у 90-х рр. Так з 1994 р. Федеральна Резервна Система США стала повідомляти фінансові ринки про рух своїх процентних ставок [171], а створений у 1998 р Європейський центральний банк від самого початку був орієнтований на прозорість та активні комунікації із суспільством [172].

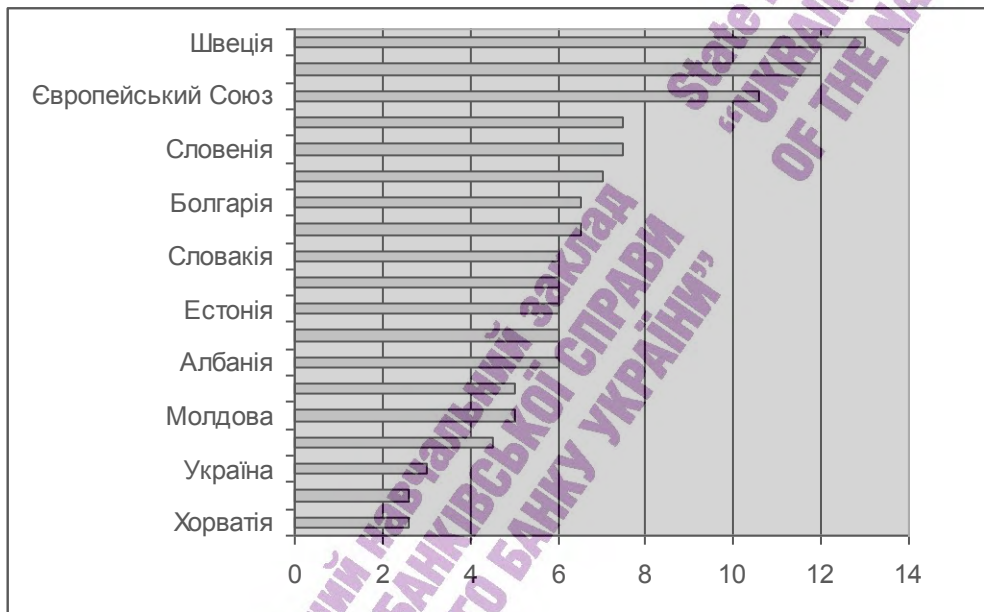


Рис. 3.2. Індекси прозорості (транспарентності) центральних банків європейських країн у 2005 р.

Для дослідження та моделювання ступеню передбачуваності та прозорості монетарної політики використовують різні методики, але, на наш погляд, головні критерії, яким повинен відповідати інструментарій – це простота та легкість використання. Із цієї позиції перспективною виглядає методика визначення «здивування» ринку діями центрального банку як ступеню зміни ринкових процентних ставок у день, коли приймається таке рішення [200]. Тоді:

$$\delta_t = |i_t - i_{t-1}|, \quad (3.1)$$

де δ_t – зміна процентної ставки;

i_t – ринкова процентна ставка у день прийняття рішення.

Фактично, зміна процентної ставки і є мірою передбачуваності монетарної політики. Відповідно, за її високого ступеню вище наведена рівність буде наближатись до 0, і – навпаки. Але не тільки абсолютні значення даного показника є важливими, стандартне відхилення також може слугувати важливим джерелом інформації. За високої передбачуваності політики величина зміни процентних ставок у день прийняття рішення не повинна відрізнятися від звичайних показників. У світовій практиці за «міру несподіванки» зазвичай беруть величину відхилення процентної ставки більш ніж на 0,0125 проценти, оскільки вважається, що дії монетарної влади змінюють процентну ставку мінімум на 25 пунктів. Враховуючи значні коливання процентних ставок, які характерні для фінансового ринку України, а також те, що у вітчизняній практиці процентні ставки змінюються мінімум на 0,125 %, пропонуємо використати саме це значення відхилення як граничне.

У якості інструменту, який визначатиме відгук грошового ринку, використаємо короткострокові процентні ставки на кредити овернайт на міжбанківському кредитному ринку, як ті, що найшвидше сприймають зміни та зустрічаються у практиці фінансових ринків більшості країн світу. Дослідження охоплює щоденні дані за 2009 р.

Спершу побудуємо графік, який відображує динаміку зміни процентних ставок НБУ та відповідь на ці зміни ставок за кредитами овернайт на міжбанківському кредитному ринку (Рис. 3.2).



Рис. 3.2. Динаміка процентних ставок за кредитами овернайт НБУ та на ринку міжбанківського кредитування

Із наведеного графіку можна зробити висновок про відсутність значного впливу процентної політики на зміну величини ставок МБКР. Якщо здійснити розрахунки відповідно до наведеної методики, то отримаємо наступні результати:

Табл. 3.1

Зміни процентних ставок на фінансовому ринку

Дата	Ставка НБУ за кредитами овернайт, %	Ставка за кредитами овернайт на МБКР, %	Зміна процентної ставки МБКР, %
16.02.2009	17,00	28,50	1,40
17.02.2009*	20,00	28,80	0,30
18.02.2009	20,00	31,80	3,00
19.02.2009	20,00	37,20	5,40
12.06.2009	20,00	2,00	-0,10
15.06.2009*	18,00	2,30	0,30
16.06.2009	18,00	2,10	-0,20
17.06.2009	18,00	2,20	0,10
11.08.2009	18,00	2,70	-0,20
12.08.2009*	17,00	2,80	0,10
13.08.2009	17,00	2,70	-0,10
14.08.2009	17,00	3,10	0,40

* - день прийняття рішення монетарною владою

Тобто фактично ринок не очікує змін напрямку процентної політики, оскільки коливання ринкових ставок у день прийняття рішення завжди більше 0, при чому напрямок зміни динаміки останніх часто незбігається із напрямом зміни ключової ставки. Реакція виникає лише на наступному кроці, з лагом у 1 день. При чому підвищення ключових ставок викликає більшу реакцію ринкових ніж їх зниження. Поясненням такого явища може бути як існування спекулятивних мотивів на даному ринку, так і проблеми ліквідності, що мали місце протягом періоду дослідження.

Пропонуємо ускладнити дану методику для отримання більш точних результатів, використавши регресійний аналіз. Побудуємо залежність між

зміною процентної ставки та днем, коли приймається монетарне рішення. Для цього введемо логічну змінну. У звичайні дні її значення дорівнюватиме 0, а у дні зміни офіційної базової ставки – 1. Крім того включимо до моделі абсолютне значення зміни ключової процентної ставки. Таким чином, регресійне рівняння набуде наступного вигляду:

$$\delta_{jt} = c_j + a_j I_{jt} + \theta_j D_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (3.2)$$

де c_j – константа;

D_{jt} – логічна змінна;

I_{jt} – абсолютне значення зміни ключової ставки;

ε_{jt} – помилка.

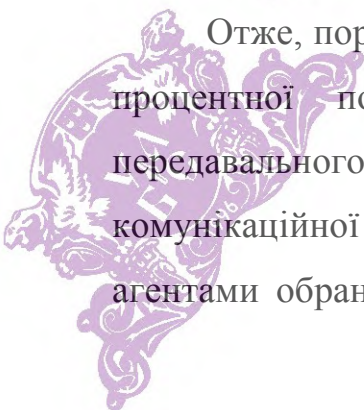
Високе значення коефіцієнту логічної змінної означатиме менший ступінь передбачуваності дій монетарної влади, але одночасно воно говорить про значний відгук ринку та значимість днів прийняття рішень стосовно процентних ставок. З іншого боку у випадку поганої реакції грошового ринку (що є характерним для деяких країн із перехідною економікою) значення коефіцієнту можуть бути статистично незначущими, як і у випадку хорошої передбачуваності дій влади.

Для побудови регресійної моделі взято більший проміжок часу, який охоплює 2006-2009 рр. Відповідно, отримано наступні результати:

$$Y = 0,4D + 0,05I - 0,17 \quad (3.3)$$

Статистичні характеристики моделі є незадовільними – коефіцієнт детермінації складає всього 14%, що говорить не лише про неефективність комунікаційної політики, а і про недосконалість дії процентної політики взагалі, оскільки зміни динаміки ринкових ставок овернайт пояснюються дією інших факторів, не включених до моделі.

Отже, поряд із заходами, направленими на підвищення результативності процентної політики НБУ та, відповідно, дії процентного каналу передавального механізму необхідно приділити увагу і розробці комунікаційної політики НБУ, яка забезпечить розуміння економічними агентами обраного напрямку монетарної стратегії та вплине на підвищення



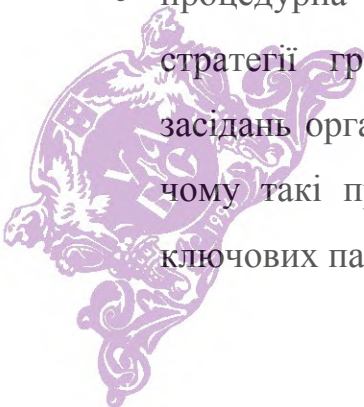
ступеню довіри до дій влади.

До комплексу заходів, спрямованих на підвищення значення комунікаційної політики у процесі грошово-кредитного регулювання можуть бути включені:

- розробка комунікаційної стратегії, яка визначатиме ступінь відкритості дій центрального банку та характер зв'язків із економічними агентами;
- проведення технічного аналізу та визначення факторів, які впливають на зміни цільової функції центрального банку;
- розробка прогнозних значень цільових орієнтирів грошово-кредитного регулювання та їх оприлюднення;
- публікація звітів щодо досягнення монетарних цілей та аналіз показників, які характеризують їх стан.

Вирішення питання обрання типу комунікаційної стратегії, як уже зазначалося вище, на практиці тісно пов'язане із поняттям «прозорості» або транспарентності діяльності центрального банку, оскільки обраний ступінь розкриття інформації для економічних агентів передбачає використання того чи іншого набору комунікаційних інструментів. Це поняття включає в себе 5 аспектів, які наведені нижче:

- політична прозорість виражається у чіткій цілі монетарної політики, що виражена у кількісних показниках;
- економічна прозорість включає у себе публікацію статистичних даних, що використовуються при прийнятті рішень, прогнозних моделей та власне прогнозів центрального банку;
- процедурна прозорість визначається наявністю у відкритому доступі стратегії грошово-кредитної політики, а також публікації протоколів засідань органу управління, що визначає напрям монетарної політики. При чому такі протоколи публікуються не залежно від того відбулася зміна ключових параметрів чи ні;



- операційна прозорість передбачає наявність у відкритому доступі звітів про досягнення поставлених цілей та причини відхилень від заявлених показників;
- прозорість прийняття рішень виражається у негайному повідомленні суспільства про його прийняття, роз'яснення та визначення можливих наслідків його впровадження у дію. Наприклад, обґрунтування рішень щодо рефінансування банківської системи та відкриття доступу до інформації, на основі якої таке рішення приймалося.

Слід зазначити, що найпрозорішими у дослідженнях зарубіжних вчених визнані центральні банки розвинених країн [47], індекс транспарентності там складає близько 14 (Рис.3.2). Усі вони здійснюють монетарну політику направлену на цінову стабільність (таргетування інфляції). Однак, слід мати на увазі, що надмірна відкритість центральних банків не завжди доречна, оскільки можливе виникнення викривлень інформації та білого шуму, а іноді така інформація є секретною та стосується проблем банківської системи, розкривати які об'єктивно недоцільно. Крім того практично усі країни, що реалізують таку комунікаційну стратегію є розвиненими, і аналогічні заходи просто не матимуть змісту при реалізації їх у вітчизняних умовах внаслідок існування специфічних рис розвитку економічного середовища. З огляду на це пропонуємо взяти до уваги роботу С. Ейджфінгера [163], який дослідивши взаємозв'язок прозорості та інфляції, визначив оптимальний рівень індексу транспарентності діяльності центрального банку для країн-членів ОЕСР на рівні 7,5 із 15 можливих балів. За данною методикою сьогодні значення індексу для України складає 3 бали (Рис. 3.2). Тобто фактично для забезпечення достатнього рівня відкритості дій влади достатньо підвищити їх прозорість у 2 рази. Таким чином, обираючи напрям комунікаційної стратегії в умовах вітчизняної економіки доцільним буде зупинитися на поміркованому за відкритістю варіанті.

Проаналізуємо ступінь відкритості НБУ за наведеними вище критеріями та оберемо напрямки реалізації обраної стратегії (Табл. 3.2).

Комунікаційна стратегія НБУ за критеріями прозорості у 2010 р.

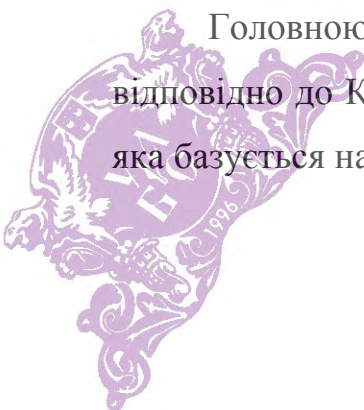
Аспекти прозорості дій центрального банку	Відкрита комунікаційна політика	Середній ступінь відкритості комунікаційної політики	Закрита комунікаційна політика
Політична			Чітко визначена ціль, що виражена у конкретному цільовому параметрі, відсутня. Офіційна стратегічна ціль – підтримка стабільного курсу
Економічна		Статистична інформація доступна, проте відсутні публікації щодо прогнозів фахівців НБУ та інформація про прогнозні моделі, які використовуються для їх створення	
Процедурна			Стратегія монетарної політики відсутня, існує лише один документ, що декларує напрямок монетарної політики – «Основні засади грошово-кредитної політики» Публікація протоколів засідань Ради НБУ з приводу прийняття монетарних рішень не відбувається
Операційна			Звітів щодо досягнення поставлених цілей у грошово-кредитній політиці не публікується
Прийняття рішень			Повідомлення про прийняття рішень не відбувається негайно, не висвітлюються можливі наслідки



Отже, ступінь прозорості майже усіх складових комунікаційної стратегії низький, що означає і низький ступінь розуміння суспільством дій влади. Зважаючи на те, що оптимальні показники відкритості центрального банку удвічі більші існуючих, пропонуємо розробити комплекс заходів комунікаційної політики, що дозволить покращити ступінь поінформованості суспільства до його оптимальних значень.

Розробка цифрових орієнтирів грошово-кредитної політики в рамках її основної мети на данному етапі ввижається досить складним завданням, особливо в умовах переходу до нового монетарного режиму, що передбачає плаваючий валютний курс, та одночасно не декларує основною ціллю показник інфляції. Тому пропонуємо для підвищення політичної прозорості чітко визначити основне завдання центрального банку, оскільки у «Основних засадах грошово-кредитної політики на 2010 р.» зустрічається як визначена Конституцією України «стабільність національної грошової» одиниці так і індекс інфляції як середньостроковий орієнтир. Однак в останньому абзаці зазначено: «З урахуванням пріоритетності у здійсненні грошово-кредитної політики цілей забезпечення фінансової стійкості та цінової стабільності як підґрунтя для відновлення економічного зростання та з огляду на необхідність посилення гнучкості обмінного курсу, значення прогностного обмінного курсу гривні на 2010 рік в Основних засадах грошово-кредитної політики не наводиться» [98]. Тобто пріоритетність цілей «забезпечення фінансової стійкості та цінової стабільності» забезпечується одночасно із стабільністю грошової одиниці, при чому НБУ лишає за собою право регулювати коливання курсу. У такому випадку єдину ціль грошово-кредитної політики визначити практично неможливо, тому пропонуємо такий варіант:

Головною метою грошово-кредитної політики у 2010 році та надалі відповідно до Конституції України є підтримка стабільності грошової одиниці, яка базується на забезпеченні цінової стабільності та фінансової стійкості.



Таке формулювання дозволяє охопити обидві зазначені цілі і хоча не декларує точних цифрових орієнтирів, але дозволяє більш чітко та прозоро визначити напрям політики НБУ.

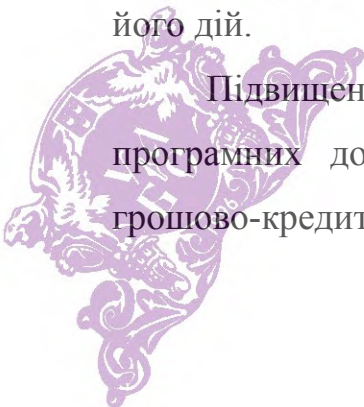
Економічна прозорість. Наявність доступної та повної статистичної інформації на сайті НБУ дає змогу говорити про середній рівень відкритості економічної інформації. Проте саме ця складова є одним із головних важелів впливу на економічних агентів. Публікація прогнозів розроблених фахівцями апарату центрального банку дозволить впливати на динаміку очікуваних рівнів інфляції та, відповідно, ділової активності. Реалізувати цей напрямок можна за рахунок здійснення наступних заходів комунікаційної політики:

1. Інформативні заходи. Враховуючи те, що Рада НБУ збирається 4 рази на рік [58], доцільно за підсумками кожного з таких засідань публікувати прогнози розвитку грошово-кредитної сфери, розроблені центральним банком, а також оприлюднювати їх на прес-конференції, що дозволить економічним агентам краще розуміти дії регулятора.

2. Заходи із підвищення прозорості включають у себе власне розробку таких прогнозів, які окрім визначення тенденцій та напрямків майбутнього розвитку грошово-кредитної сфери повинні включати і аналіз змін ключових показників у минулому періоді та визначати вплив можливих шоків на цільові орієнтири ГКП.

3. Паблік рілейшенс. Проведення інформативних заходів дозволить підняти імідж центрального банку в очах суспільства та збільшити довіру до його дій. Важливою складовою цього напрямку також є проведення зустрічей із керівним складом НБУ та ЗМІ, що дасть змогу не лише збільшити кількість контактів із суспільством, а і сприятиме формуванню позитивного сприйняття його дій.

Підвищення процедурної прозорості передбачає розробку ряду програмних документів, які визначатимуть та декларуватимуть напрямок грошово-кредитної стратегії країни. В більшості центральних банків країн світу



найрозповсюдженішим таким документом є «Стратегія Монетарної політики». Як правило він включає наступні розділи:

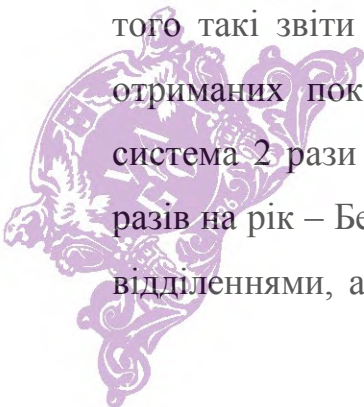
1. Загальний огляд, де визначаються основні принципи формування та здійснення грошово-кредитного регулювання, декларуються напрямки та шляхи реалізації монетарної стратегії [150].

2. Визначення ключових орієнтирів та головної цілі грошово-кредитного регулювання. Наприклад, у Монетарній стратегії ЄЦБ даний розділ має назву «Цінова стабільність» та декларує досягнення рівня інфляції 2% як основну ціль монетарної політики [181].

3. Пояснення ключових принципів, які були обрані за основу для реалізації визначених цілей. Якщо звернутися до досвіду згаданого вище ЄЦБ, то у даному розділі визначаються напрямки економічного та монетарного аналізу, а також форма, у якій будуть оприлюднюватися їх результати.

Ще одним дискусійним питанням є створення окремого органу, який відповідатиме за реалізацію монетарної політики. Така практика є загально прийнятою у світі. Так, наприклад, у Великобританії Рада з Монетарної політики збирається щомісяця, при чому її рішення оголошуються негайно, а протоколи публікуються протягом 2-х тижнів. ФРС також має спеціальний орган грошово-кредитного регулювання, як і ЄЦБ (Європейський центральний банк) і навіть Китай [161]. В Україні така структура дала б змогу децентралізувати процес прийняття монетарних рішень та зробити його більш демократичним та прозорим. Кожне засідання такого комітету повинно супроводжуватись прес-конференцією та публікацією протоколу засідання.

Для підвищення операційної прозорості пропонуємо розробити систему звітності про досягнення тих завдань, що були поставлені на певний період. Крім того такі звіти повинні включати і аналіз причин, що викликали відхилення отриманих показників від прогнозованих. Наприклад, Федеральна резервна система 2 рази на рік публікує Звіт про Монетарну політику для Конгреса, 8 разів на рік – Бейджбук, яка включає в себе аналіз поточної ситуації за усіма 12 відділеннями, а щомісяця – Звіт про кредитні програми, а також програми із



регулювання ліквідності та балансовий звіт [182, 195, 183]. Найповнішим з них є перший. І саме таку форму звітності на наш погляд було б доцільно запровадити в Україні для підвищення прозорості здійснення грошово-кредитного регулювання.

В США до змісту такого звіту входять наступні розділи [182]:

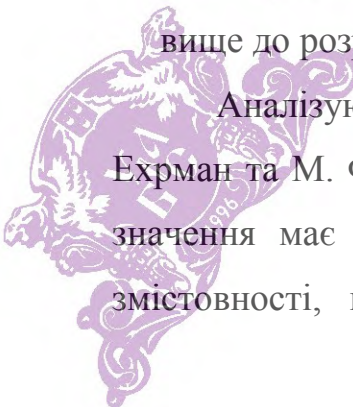
- загальний огляд та перспективи розвитку монетарної політики та економічного розвитку (в Україні його можна визнати еквівалентним «Монетарному огляду» НБУ [93]);
- поточні зміни у фінансовому та економічному розвитку (в Україні подібна інформація не публікується);
- монетарна політика: нещодавні зміни та перспективи (такий аналіз в Україні не публікується);
- підсумки планів економічного розвитку (в Україні не публікується).

В Україні на сьогодні вже існує щомісячне видання «Статистичного бюллетня НБУ», яке містить вичерпну інформацію щодо параметрів грошово-кредитного регулювання. Ми ж пропонуємо доповнити його даними щодо досягнення прогнозованих параметрів та прогнозними даними на період.

Прозорість процесу прийняття рішень. Для вдосконалення даного аспекти комунікаційної стратегії пропонуємо реалізувати наступні заходи:

- кожне засідання Ради НБУ повинно завершуватися прес-конференцією, на якій будуть оголошені основні рішення прийняті до виконання, а також висвітлюватися результати проведення монетарної політики за період і основні прогнози розвитку грошово-кредитної сфери на наступний період.
- за результатами засідань повинні публікуватися їх протоколи, розміщувати які доцільно на сайті НБУ для загального доступу, як і усі запропоновані вище до розробки та вдосконалення документи.

Аналізуючи ефективність різних стратегій комунікаційної політики, М. Ехрман та М. Фратчер відзначають, що для ефективної комунікації найбільше значення має передбачуваність рішень центрального банку, тоді як вплив змістовності, періодичності та согласованості інформаційних повідомлень



залежить від особливостей середовища конкретної країни [161]. Проте особливого значення має своєчасне висвітлення результатів засідань комітетів, що відповідають за реалізацію монетарної стратегії, та публікація прогнозів. Отже, серед запропонованих для вдосконалення напрямків розвитку комунікаційної політики, найбільшу увагу необхідно зосередити на покращенні передбачуваності дій влади (прогнози) та прозорості процесу прийняття рішень.

3.2. Взаємозв'язки між каналами передавального механізму монетарної політики у відкритій економіці

Існування потоків тимчасово вільного капіталу призвело до утворення інституційної та правової системи їх регулювання. Центральний банк та його політика у цій сфері покликані врівноважити розвиток фінансового середовища із функціонуванням виробничого та споживчого секторів таким чином, щоб не лише їх підтримати, а і поживити економічне зростання усієї економічної системи.

Проблематика оптимальних рівнів процентних ставок та прибутковості капіталу широко розкривається у дослідженнях науковців. Наприклад, Е. Фей та Т. Моначеллі у своїй роботі розкривають дію правила Тейлора для процентних ставок в умовах економіки із недосконалим фінансовим ринком. Аналіз проводиться на основі структури витрат економічних об'єктів, поділеної за двома напрямками. Дію монетарної політики змодельовано таким чином, щоб процентні ставки максимізували добробут економічних агентів. Отримані висновки свідчать, що для досягнення такої мети на підвищення цін активів грошово-кредитна політика повинна відповідати зниженням процентних ставок [165].

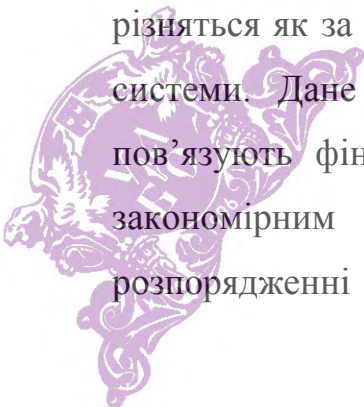
О. Трістані аналізує рівноважний рівень процентних ставок та розмір

премії за акціями у нелінійній моделі, де економічні агенти приймають рішення в умовах невизначеності як майбутніх темпів зростання виробництва так і напрямку монетарної політики. Він доводить, що невизначеність у моделі та особливо невизначеність майбутнього курсу грошово-кредитної політики створюють передумови для значної дії мотиву обережності при вкладанні заощаджень. Все це призводить до проблем у визначенні оптимальних рівнів процентних ставок, а також до складнощів у їх використанні як цільових показників для монетарної влади [198].

Е. Хейн та К. Щодер досліджують ефекти від зміни процентних ставок на коефіцієнт використання обладнання, накопичення капіталу та прибуток в рамках простої моделі зростання та розподілення. Дана модель дозволяє побудувати різні потенційні режими накопичення капіталу в залежності від параметрів функцій інвестицій, заощаджень та збуту [160].

К. Вергара-Алерт пропонує модель рівноваги, у якій горизонт різних за строковістю інвестицій агентів визначає динаміку реальної термінової структури процентних ставок. Модель включає у себе рішення агентів щодо споживання та інвестицій на коротко- та довгостроковому часовому періоді. Він доводить, що відношення обсягів довгострокових до короткострокових інвестицій є ключовим фактором, який впливає на строкову структуру та забезпечує формулювання умов рівноваги для короткострокових процентних ставок, вартості боргових цінних паперів та динаміки споживання, які є функціями від даного співвідношення [199].

Питання загальної макроекономічної рівноваги широко розроблені та входять до класичного курсу економічної теорії. А. Сміт, К. Маркс, Дж. Кейнс, Л. Вальрас, А. Маршалл та інші провідні економісти пропонують моделі, які різняться як за підходами так і за методами досягнення рівноваги економічної системи. Дане дослідження пропонує розглянути рівновагу відносин, які пов'язують фінансовий та реальний сектори. Із цієї точки зору видається закономірним підтримання прибутковості капіталу, який знаходиться у розпорядженні суб'єктів господарювання та домогосподарств. Оскільки



зростання їх доходів безпосередньо виражається і у зростанні активів фінансового сектору.

На перше місце за таких умов виходить процентна політика комерційних банків, яка визначає той рівень фінансових доходів та витрат, який отримують/сплатять економічні суб'єкти. Тож пропонуємо розглянути докладніше ті відносини між банківською системою та домогосподарствами, підприємствами, а також сектором закордон, які опосередковуються рухом тимчасово вільних коштів та вартості за користування ними.

Попередньо пропонуємо взяти до уваги кілька припущень моделі:

1. Усі заощадження на кінець періоду повернуті економічним агентам.
2. Усі зобов'язання погашені.
3. Плата за користування тимчасово вільними ресурсами надійшла до одержувачів.

Зауважимо, що доходи за капіталом для домогосподарств, підприємств та сектору закордон одночасно будуть процентними витратами для комерційних банків. Оскільки дослідженню підлягають процентні витрати та доходи банків, то введемо наступні позначення фінансових потоків у моделі:

yD – процентні витрати банків;

CL – процентні доходи банків;

yDd – доходи за депозитами сектору домогосподарств;

CLd – витрати на обслуговування кредитних зобов'язань домогосподарств;

yDf – доходи за коштами на рахунках суб'єктів господарювання;

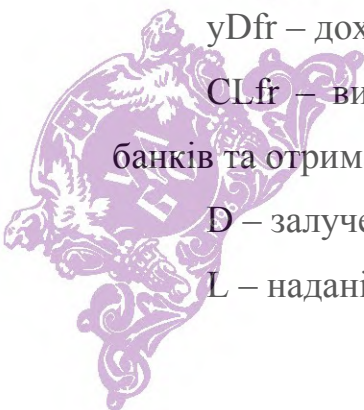
CLf – витрати на обслуговування отриманих суб'єктами господарювання кредитів;

$yDfr$ – доходи нерезидентів від вкладених депозитів та наданих кредитів;

$CLfr$ – витрати нерезидентів на обслуговування депозитів комерційних банків та отриманих кредитів;

D – залучені депозити;

L – надані кредити;



Lfrb – кредити надані нерезидентами комерційним банкам;

Lbfr – кредити надані банками нерезидентам;

Dfrb – депозити нерезидентів в банках;

Dbfr – депозити комерційних банків залучені нерезидентами;

CLfrb – процентні витрати комерційних банків на обслуговування отриманих від нерезидентів кредитів;

CLbfr – процентні витрати нерезидентів на обслуговування отриманих від комерційних банків кредитів;

yDfrb – процентні доходи нерезидентів від вкладених депозитів;

yDbfr – процентні витрати нерезидентів на обслуговування депозитів комерційних банків;

ip – процентний прибуток банківської системи;

ipd – процентний прибуток комерційних банків від сектору домогосподарств;

ipf – процентний прибуток банків від суб'єктів господарювання;

ipfr – процентний прибуток від сектору закордон;

icapd – процентний прибуток домогосподарств від капіталу;

icapf – процентний прибуток від капіталу корпоративного сектору;

icapfr – процентний прибуток сектору за кордон від кредитно-депозитних операцій.

Відповідно, загальний процентний прибуток банківської системи складатиме:

$$ip = ipd + ipf + ipfr = CL - yD = (CLd - yDd) + (CLf - yDf) + (CLfr - yDfr) \quad (3.4)$$

Грошово-кредитні відносини, які виникають між комерційними банками та домогосподарствами, опосередковуються потоками наданих кредитів, залучених депозитів та витратами на їх обслуговування. Відповідно, напрямок руху коштів за основними потоками вартості та потоками витрат за користування нею є різнонаправленим (Рис. 3.2)

Тоді прибуток, який отримують домогосподарства від вкладення коштів складатиме:

$$icapd = yDd - (CLd - yDd) = yDd - ipd, \quad (3.5)$$

де ipd характеризує ту частину коштів, яку сектор недоотримав у якості прибутку внаслідок існування домогосподарств чистих кредиторів та дебіторів.

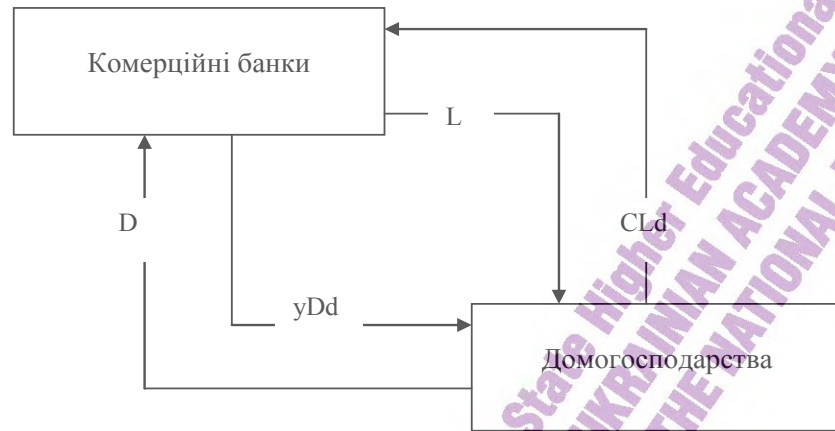


Рис. 3.2. Грошово-кредитні відносини між комерційними банками та домогосподарствами із приводу користування тимчасово-вільними коштами.

Умовою отримання прибутку або не отримання збитків даним сектором тоді буде:

$$yDd - (CLd - yDd) \geq 0 \quad (3.6)$$

У випадку порушення такої умови ми отримаємо поступове зменшення величини загальних заощаджень сектору, і навпаки. Враховуючи важливість коштів населення для формування ресурсної бази банківської системи, у довгостроковій перспективі зростання фінансових доходів домогосподарств видається важливим чинником сталого економічного зростання. При чому згадуючи принцип дії каналу доходів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, зменшення останніх із часом призводить до скорочення обсягів споживання та падіння сукупного попиту.

Але повернемося до зазначеної умови: після нескладних математичних перетворень отримаємо:

$$\begin{aligned} 2yDd - CLd &\geq 0 \\ yDd &\geq CLd/2 \end{aligned} \quad (3.7)$$

Таким чином, умовою отримання прибутків від капіталу для сектору домогосподарств буде перевищення величини процентних доходів над витратами у 2 рази.

Згадаємо умову отримання прибутків комерційними банками та розв'яжемо отриману систему нерівностей:

$$\begin{cases} yDd \geq \frac{CLd}{2} \\ CLd - yDd \geq 0 \end{cases} \quad (3.8)$$

$$\begin{cases} yDd \geq \frac{CLd}{2} \\ yDd \leq CLd \end{cases}$$

$$yDd \in \left[\frac{1}{2}CLd; CLd \right] \quad (3.9)$$

Отже для отримання прибутків від капіталу обома секторами процентні витрати комерційних банків повинні знаходитися у інтервалі від половини до загального обсягу процентних доходів від сектору. У крайніх точках прибутки/збитки дорівнюють 0.

Якщо зважити на те, що величина процентних доходів та витрат визначається як процентна ставка за депозитами та кредитами помножена на обсяги відповідних коштів, які є конкретними величинами, то систему нерівностей можна переписати наступним чином:

$$\begin{cases} i_{dd}Dd \geq \frac{i_{ld}Ld}{2} \\ i_{ad}Dd \leq i_{ld}Ld \end{cases} \quad (3.10)$$

$$\begin{cases} i_{dd}Dd \geq \frac{i_{ld}Ld}{2} \\ -i_{dd}Dd \geq -i_{ld}Ld \end{cases}$$

віднявши від першої нерівності другу отримаємо:

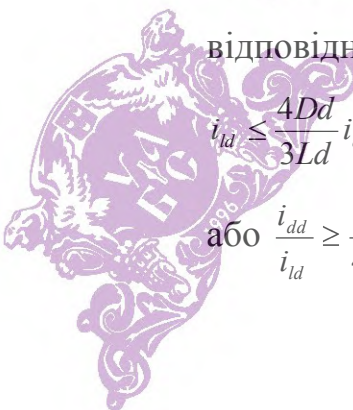
$$2i_{dd}Dd \geq \frac{i_{ld}Ld}{2} + i_{ld}Ld$$

$$i_{dd} \geq 0,75 \frac{Ld}{Dd} i_{ld}$$

відповідно:

$$i_{ld} \leq \frac{4Dd}{3Ld} i_{dd}$$

$$\text{або } \frac{i_{dd}}{i_{ld}} \geq \frac{3Ld}{4Dd}, \quad (3.11)$$



де i_{dd} – процентна ставка по депозитах домогосподарств, а i_{ld} – ставка процента за кредитами, які були надані комерційними банками.

Отже, отримані співвідношення процентних ставок забезпечать прибутковість депозитно-кредитних операцій для обох секторів.

Аналогічні висновки можна отримати після аналізу взаємозв'язків корпоративного сектору та банківської системи.

Відповідно співвідношення процентних ставок виглядатиме наступним чином:

$$\frac{i_{df}}{i_f} \geq \frac{3L_f}{4D_f} \quad (3.12)$$

Взаємовідносини із нерезидентами характеризуються більшою кількістю фінансових потоків (рис.3.3).

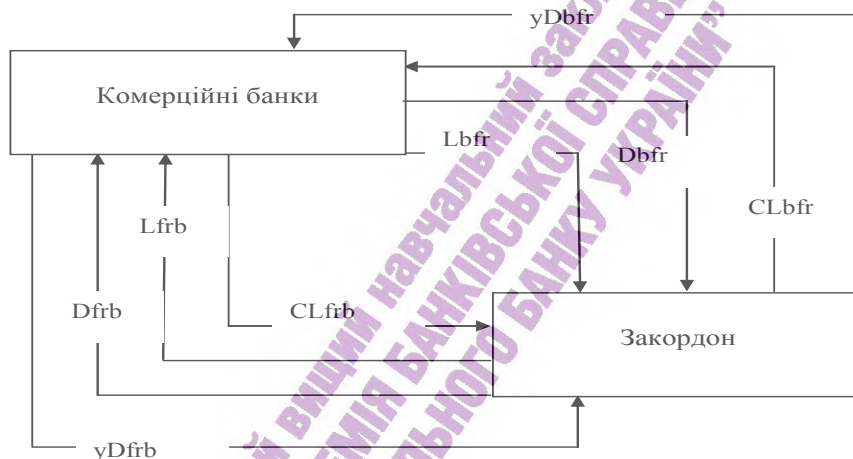


Рис. 3.3. Грошово-кредитні відносини між комерційними банками та нерезидентами із приводу користування тимчасово-вільними коштами.

Отже прибуток від капіталу, що наданий у користування або залучений від комерційних банків складатиме:

$$icapfr = yDfr - (CLfr - yDfr) = yDfr - ipfr$$

Врахуємо, що:

$$CLfr = yDbfr + CLbfr$$

$$yDfr = CLfrb + yDfrb$$

Тоді отриманий раніше результат (3.6) можна записати наступним чином:



$$\begin{cases} CL_{frb} + yD_{frb} \geq \frac{CL_{bfr} + yD_{bfr}}{2} \\ yD_{frb} + CL_{frb} \leq CL_{bfr} + yD_{bfr} \end{cases}$$

після ряду математичних перетворень отримаємо:

$$CL_{bfr} \geq yD_{bfr},$$

що є умовою отримання прибутків як банками, так і нерезидентами. Тобто обсяги коштів отриманих у якості плати за кредити, надані нерезидентам повинні бути більшими ніж обсяги коштів, отриманих за депозити, надані нерезидентам. У іншому випадку банківська система матиме збиток від операцій із розміщення/залучення капіталу у секторі закордон.

Підставимо отриману нерівність у систему:

$$\begin{cases} CL_{bfr} \geq yD_{bfr} \\ yD_{frb} + CL_{frb} \leq CL_{bfr} + yD_{bfr} \end{cases}$$

після необхідних перетворень отримаємо:

$$CL_{frb} \leq 2CL_{bfr} - yD_{frb} \quad (3.13)$$

це означає, що сума витрат на обслуговування боргів перед нерезидентами повинна бути меншою ніж різниця подвійної суми доходів за кредитами наданими сектору та суми коштів сплачених за користування залученими депозитами.

Врахувавши, що вартість за користування капіталом визначається як добуток ставки процента на величину капіталу, отримаємо:

$$\begin{aligned} i_{yfrb} L_{frb} &\leq 2i_{yfr} L_{bfr} - i_{dfr} D_{frb} \\ \frac{i_{dfr} D_{frb}}{i_{yfrb} L_{frb}} &\leq \frac{2i_{yfr} L_{bfr}}{i_{yfrb} L_{frb}} \\ \frac{i_{dfr}}{i_{yfr}} &\leq 2 \frac{L_{bfr}}{D_{frb}} \end{aligned} \quad (3.14)$$

Таким чином, співвідношення процентних ставок за наданими нерезидентам кредитами та залученими депозитами повинно бути меншим ніж відношення обсягів наданих нерезидентам кредитів до залучених від них депозитів помножене на 2. В іншому випадку не буде виконуватись умова прибутковості операцій з капіталом для обох секторів.

Отже, ми отримали співвідношення процентних ставок за депозитами та кредитами суб'єктам економіки, дотримання якого дозволить отримувати прибутки від операцій із капіталом усій економічній системі (формули 3.11, 3.12 та 3.14). Спробуємо здійснити емпіричні розрахунки на основі даних про процентні ставки та обсяги кредитування економіки за 2009 р., опублікованих у статистичному бюлетені НБУ.

$$\begin{aligned}
 L_f &= 750520 & i_{dd} &= 12,2 \\
 L_d &= 45520 & i_{ld} &= 22,3 \\
 D_f &= 316799 & i_{df} &= 11,5 \\
 D_d &= 575788 & i_{lf} &= 18 \\
 L_{bfr} &= 1289968 & i_{dfr} &= 2,4 \\
 D_{frb} &= 98276 & i_{lfr} &= 0,5
 \end{aligned}$$

тоді система, яка об'єднує умови прибутковості капіталу для усіх секторів матиме наступний вигляд:

$$\begin{cases}
 \frac{i_{dd}}{i_{ld}} \geq 0,84 \\
 \frac{i_{df}}{i_{lf}} \geq 3,65 \\
 \frac{i_{dfr}}{i_{lfr}} \leq 18,8
 \end{cases} \quad (3.15)$$

Зрозуміло, що умовою отримання прибутків банками буде не перевищення значення співвідношення ставок за депозитами та кредитами одиниці, іншими словами: ставки за депозитами повинні бути менше кредитних. Тобто:

$$\frac{i_l L}{i_d D} \geq 1$$

або

$$\frac{i_l}{i_d} \geq \frac{D}{L} \quad (3.16)$$

Якщо здійснити розрахунки такого співвідношення для 2009 р., то отримаємо наступні теоретичні значення:



$$\frac{i_l}{i_d} \geq 0,46$$

Оскільки на практиці ставки за кредитами завжди більші депозитних, то комерційні банки за існуючого співвідношення обсягів кредитів та депозитів у 2009 р. у будь-якому разі повинні були мати процентний прибуток. А практично співвідношення інтегральних ставок за депозитами та кредитами становило:

$$\frac{i_l}{i_d} = 1,45$$

Отже, для комерційних банків співвідношення процентних ставок у 2009 р. було таким, яке дозволяло отримати прибуток від депозитно-кредитних операцій.

Із отриманої вище системи нерівностей (3.15) можна побачити, що за існуючих обсягів кредитів та депозитів рівновага можлива лише для сектору домогосподарств. В усіх інших випадках обсяг наданих кредитів значно перевищує обсяг залучених коштів, що автоматично означає втрати для одного з секторів у випадку отримання прибутку банківською системою, або збитки комерційних банків в іншому разі. Однак, розв'язком даної системи нерівностей буде діапазон значень співвідношень процентних ставок (3,65; 18,8). Тепер здійснимо практичні розрахунки співвідношень процентних ставок, які склалися у 2009 р.

$$\begin{cases} \frac{i_{dd}}{i_{ld}} = 0,54 \\ \frac{i_{df}}{i_{lf}} = 0,63 \\ \frac{i_{dfr}}{i_{lfr}} = 6,54 \end{cases}$$

Таким чином, реальна економічна система із точки зору отримання чистого процентного прибутку від капіталу далека від рівноваги. За результатами розрахунків тільки нерезиденти отримують зиск від операцій із капіталом, а от підприємства та домогосподарства у загальній масі отримують

збитки від коштів, які зберігаються на рахунках комерційних банків. Така ситуація у майбутньому може викликати скорочення інвестицій, та сукупного попиту, що матиме негативний вплив на економічне зростання та посилює негативні тенденції, які спостерігалися протягом 2009 р. Крім того співвідношення депозитних та кредитних ставок для нерезидентів демонструє суттєве перевищення перших над другими, що з одного боку говорить про процентні втрати комерційних банків, а з іншого – відповідає умовам прибутковості з огляду на кількісне співвідношення залучених та наданих коштів, тобто у даному випадку і банківська система і нерезиденти отримують прибуток. Порівнявши реальне та теоретичне співвідношення процентних ставок можна зробити висновок про зниження вартості вільних ресурсів реального сектору та перевищення вартості кредитних ресурсів банківської системи.

Аналогічні розрахунки проведені для перед кризового періоду наведені нижче (табл. 3.2)

Таблиця 3.2.

Реальні та теоретичні співвідношення процентних ставок

Рік	Теоретично розраховані показники			Реальні співвідношення		
	i_{df}/i_{yf}	i_{da}/i_{id}	i_{dfr}/i_{yfr}	i_{df}/i_{yf}	i_{da}/i_{id}	i_{dfr}/i_{yfr}
2006	1,834633	0,565016	102,2754	0,463753	0,450178	1,365526
2007	2,043853	0,719271	76,93426	0,505236	0,478092	1,387044
2008	2,815423	0,96561	32,63484	0,4859	0,465705	1,986012
2009	3,656904	0,845112	18,81978	0,640713	0,54491	6,549958

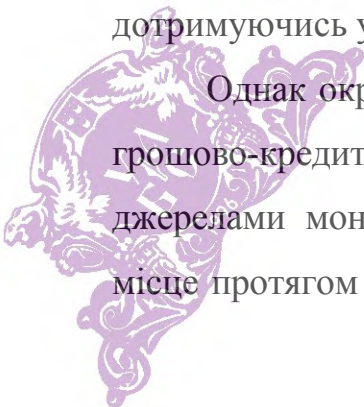
За їх результатами ми можемо бачити, що і у попередні роки зберігалися такі ж самі тенденції: економічні агенти – резиденти мали втрати від фінансових операцій (крім банківської системи), а нерезиденти – прибутки. При чому, комерційні банки встановлювали для них більшу плату за депозити, порівняно із кредитними ресурсами, що пояснюється високими ступенями ризику у місцевій економіці та достатнім рівнем конкуренції на міжнародному ринку. Однак, не дивлячись на це простежується позитивний зв'язок між збільшенням теоретичних співвідношень (що означає нарощування обсягів

кредитування) та зростанням реальних. Тобто, процентна політика комерційних банків відповідала (хоч і поступово) на поживлення кредитної активності збільшенням плати за користування ресурсами економічних агентів. Дане явище дозволяє стверджувати, що існує залежність між збільшенням обсягів кредитування та динамікою співвідношень процентних ставок. А отже, мова йде про існування зв'язку між процентним та кредитним каналами передачі монетарних імпульсів. Чим більший розрив між теоретичним співвідношенням процентних ставок та реальним, тим сильнішою буде дія кредитного каналу, оскільки банківська система має певний запас «міцності» до зміни вартості залучених ресурсів, і – навпаки. Так у 2008 р. розрив між теоретичними показниками складав: 0,5 для домогосподарств, 2,33 для фірм, 30,65 для нерезидентів, а у 2009 р. – 0,3 для домогосподарств, 3,01 для фірм та 12,26 для нерезидентів, тобто в цілому потенціал процентних прибутків зменшився. Збільшення різниці для суб'єктів господарювання відображує посилення значення фактору доступності кредитних ресурсів для даного сектору, тоді як зменшення відповідних різниць для інших секторів створює передумови для посилення дії процентного каналу, що і було підтверджено дослідженням, проведеним у попередньому розділі даної роботи.

Отже, співвідношення процентних ставок за кредитами та депозитами може бути використане у якості інструмента регулювання економічної активності економічних агентів, оскільки враховує умови прибутковості капіталу та певною мірою ідентифікує дієвість каналів трансмісії.

Практично, у такому випадку комерційні банки можуть прямо впливати на самі ставки та обсяги кредитування, змінюючи їх таким чином, щоб стимулювати приплив вільних ресурсів та попит на кредити, одночасно дотримуючись умови прибутковості капіталу для усіх секторів економіки.

Однак окрім внутрішніх взаємозв'язків каналів передавального механізму грошово-кредитної політики слід враховувати і їх взаємодію із іншими джерелами монетарних імпульсів в рамках інтеграційних процесів, які мали місце протягом останніх 15 років. Одним із найбільш яскравих прикладів такої



передачі може служити світова економічна криза, що розпочалася у 2008 р. Передувала їй криза на ринку нерухомості США 2007 р., і саме її називають початком найбільшого із часів Великої економічної депресії падіння світової економіки. Першою на зміни відреагувала Європа, далі – не витримала економіка Японії. Серед головних причин ситуації виділяють популярну останніми роками філософію неолібералізму, що призвела до надвразливості економік, а також процес глобалізації, який торкнувся і фінансової сфери.

Пропонуємо поглянути на означені процеси під іншим кутом зору, а саме – монетарним. Одне з пояснень процесу поширення кризи може запропонувати передавальний механізм грошово-кредитної політики. Американський вчений В. Л. Кумо висуває гіпотезу про дію кредитного каналу трансмісії [173]. Зазвичай прихильники існування кредитного каналу передавального механізму виділяють вузький (банківський) та широкий (балансовий). Із першої позиції банки скорочують пропозицію кредитів внаслідок політики «подорожчання» ресурсів, оскільки просто не мають коштів для здійснення інвестицій. З іншого боку за умов проведення рестрикційної політики ресурси стають дорожчими і для реального сектору, що зменшує обсяги попиту на капітал. Зважаючи на колапс ринку нерухомості та бурхливе зростання, яке йому передувало, дійсно можна зробити таке припущення, але пропонуємо поглянути на цю проблему детальніше.

Не секрет, що стагнації американської економіки передував бурхливий розвиток фінансового сектору та іпотечного ринку. При чому тенденція до зростання цін на нерухомість охопила не тільки економіку США, вона була притаманна практично усім країнам в середньому до 2005 р., але безперечно, США стала одним із лідерів розвитку даного ринку (Рис. 3.4).

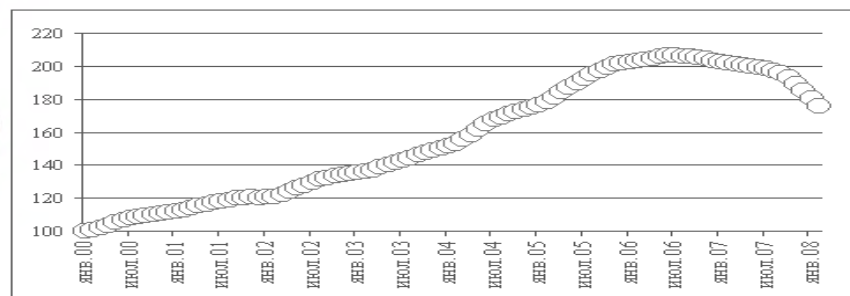


Рис. 3.4. Середній індекс вартості житла у 20 найбільших містах США.



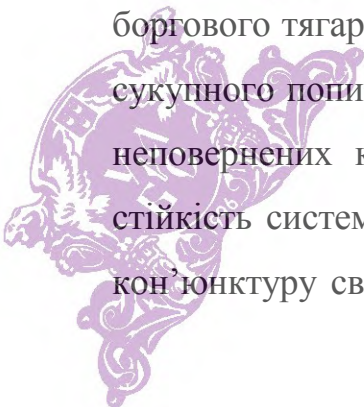
Оскільки нерухомість виступає одним з активів, то зрозумілим є вплив динаміки цін ринку на добробут населення та реальний випуск. Ф. Мишкін у своїй роботі «Нерухомість та передавальний механізм монетарної політики» (серпень 2007) виділяє щонайменше 6 каналів прямої та непрямой дії, через які монетарна політика виступає регулятором означеного ринку: прямий вплив змін процентних ставок на вартість капіталу, на очікування щодо подальшої динаміки цін, на пропозицію нерухомості; та опосередкований через ефект добробуту, який створюють ціни на нерухомість, а також через вплив балансового каналу та вузького каналу кредитування на споживчий попит та попит на нерухомість [178].

Особливістю економіки США є велика питома вага кредитів [135], як домогосподарств так і фірм, що і дозволило їй так динамічно розвиватися, але одночасно це означає надвисоку залежність суб'єктів від зовнішніх (кредитних) джерел фінансування та домінування фінансового сектору над реальним. Якщо побудувати модель грошових потоків, то можна помітити домінування вторинного (фінансового) кола кругообігу. Із цієї позиції можна пояснити ситуацію наступним чином.

У період 2002-2006 року ринок нерухомості США переживав бурхливий підйом. Помірні ціни на енергоносії, низький рівень інфляції, стійкий курс валюти та зростання економіки дозволили ФРС встановити ставки по кредитах на рівні 1-1,5%, тобто здешевити фінансові ресурси [139]. Відповідно, зросла кредитна пропозиція, а умови пом'якшали, що позначилося на попиті. Він спровокував зростання ринку нерухомості. Важливим моментом є те, що це зростання не було підкріплене реальним підвищенням добробуту населення. Оскільки нерухомість це один з активів, то зростання її вартості повинно призводити і до зростання добробуту і одночасно позначатися на складовій ВВП, яка виражає споживання приватного сектору. Але специфіка даного активу в тому, що він може принести реальний прибуток лише після відчуження, тобто реально, стаючи власником будинку, людина фактично збільшує кількість витрат, а не доходів. Отже, зростання кількості «кредитних»

активів не збільшило, а зменшило доходи домогосподарств, що не могло не позначитися на їх здатності до споживання та заощадження. Виник обернений «ефект доходу» [88]. Потік ресурсів (вільного капіталу) від домогосподарств до фінансового сектору повинен був скоротитися. Зважаючи на те, що фінансова система США більшу частину кредитних ресурсів отримує із зовнішнього ринку, це не зменшило обсяг пропозиції одразу, але створило підґрунтя для розвитку тенденцій до зменшення ВВП у майбутньому.

Із збільшенням кількості кредитів зростала і частка суспільного продукту, яка віддавалася до фінансового сектору у якості плати за капітал. Фактично збільшення його капіталізації відбувалося за рахунок реального економічного зростання країни. Далі позитивна динаміка світового рівня інфляції викликала перехід ФРС до більш жорсткої монетарної політики, і ставки кредитування були підняті від 4 до 6,5% [145]. Варто зазначити, що до другого кварталу 2006 р. 50,6% усіх виданих незастрахованих кредитів були кредитами за плаваючою процентною ставкою. Таким чином, ризик різкого збільшення вартості обслуговування іпотечного боргу сконцентрувався серед малозабезпечених верств населення, тобто тієї частини, яка менше за всіх здатна його обслуговувати. У період постійного зростання вартості нерухомості малозабезпечені клієнти мали змогу купити помешкання та продати його ще до завершення пільгового періоду зменшеної ставки процента у випадку отримання кредиту із плаваючою ставкою. Тобто при отриманні кредиту як позикодавці так і ті, хто її отримував, більше спиралися на динаміку цін на нерухомість, ніж на фінансовий стан останніх. Але після припинення росту цін та підвищення виплат на обслуговування іпотеки, такі боржники просто втратили фінансову можливість продовжувати обслуговування кредиту. Крім того збільшення боргового тягаря населення ще більше скоротило доходи. Як наслідок – падіння сукупного попиту, що у свою чергу позначається на виробництві. Зросла частка неповернених кредитів (кредитний канал), зменшилися банківські фонди та стійкість системи. Падіння найбільшої споживчої економіки світу вплинуло на кон'юнктуру світового ринку, спочатку через фінансові системи країн, а потім



через трансмісійні механізми – на реальний сектор.

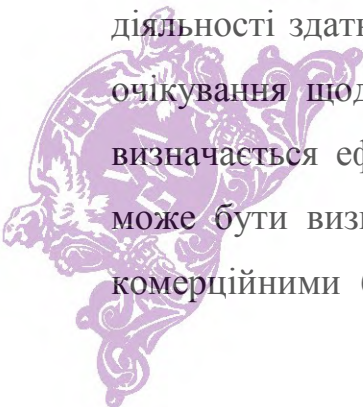
Отже, взаємодії фінансових потоків та економічних систем призводять до передачі монетарних імпульсів від однієї країни до іншої, що створює підґрунтя для проведення більш стриманої політики із лібералізації руху потоків капіталу, оскільки зняття обмежень за умов високорозвиненого фінансового ринку сприяє надчутливості економічних процесів до зовнішніх шоків.

Висновки до розділу 3.

1. Центральний банк, як монетарна влада, одноосібно не здатен відновити макроекономічну рівновагу та створити передумови для стійкого економічного зростання, оскільки значна кількість специфічних характеристик економічного середовища знаходиться поза межами його впливу. Одним із напрямків підвищення результативності використання грошово-кредитного інструментарію є комплекс заходів, направлених на залучення більшої частки коштів суб'єктів економіки на рахунки комерційних банків, а також дії, направлені на зменшення динаміки зростання цінових індексів.

2. Для послаблення негативної дії кредитного каналу на результативність передачі монетарних імпульсів через канал процентних ставок важливим є зменшення рівня інформаційної асиметрії на фінансовому ринку, що може бути досягнутим через запровадження високих стандартів корпоративного управління та підвищення прозорості та доступності фінансової інформації, що зменшить ризики неповернення кредитів та призведе до перегляду величини ризик-премії у процентних ставках. Важливого значення для забезпечення дієвості каналу процентних ставок на сучасному етапі також має удосконалення роботи ринку державних цінних паперів.

3. Чітке розуміння дій центрального банку суб'єктами економічної діяльності здатне сприяти результативності заходів процентної політики через очікування щодо майбутніх змін процентних ставок. Ступінь такого впливу визначається ефективністю комунікаційної політики центрального банку, яка може бути визначена як система заходів із взаємодії центрального банку із комерційними банками та іншими суб'єктами економіки, які направлені на

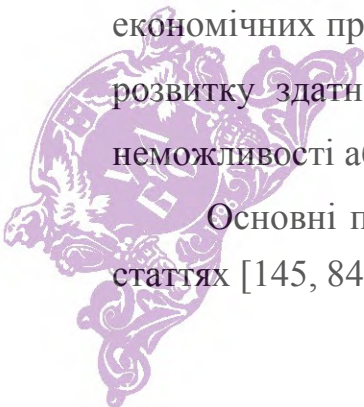


підвищення ступеню поінформованості суб'єктів щодо стану та перспектив розвитку грошово-кредитної сфери, підвищення рівня довіри до заходів грошово-кредитної політики та формування позитивного іміджу влади. Отже, одним із заходів підвищення результативності дії процентного каналу передавального механізму є розробка комунікаційної стратегії НБУ, яка буде виражатися у комплексі заходів відповідної політики і забезпечить розуміння економічними агентами обраного напрямку монетарного регулювання та вплине на підвищення ступеню довіри до дій влади.

4. Дослідження міжканальних взаємозв'язків на основі моделі рівноваги прибутковості капіталу для усіх суб'єктів економіки дозволяє визначити пропорційність співвідношень процентних ставок за кредитами та депозитами та обсягів кредитних ресурсів, які надані у користування економічним суб'єктам та залучені від них на рахунки комерційних банків. Запропоноване співвідношення процентних ставок за кредитами та депозитами може бути використане у якості інструмента регулювання економічної активності економічних агентів, оскільки враховує умови прибутковості капіталу та певною мірою ідентифікує дієвість каналів трансмісії.

5. Окрім внутрішніх взаємозв'язків каналів передавального механізму грошово-кредитної політики слід враховувати і їх взаємодію із іншими джерелами монетарних імпульсів в рамках процесів глобалізації та інтеграції, що характеризували розвиток світової економіки в останні десятиріччя. Взаємодії фінансових потоків та економічних систем призводять до передачі монетарних імпульсів від однієї країни до іншої, що створює підґрунтя для проведення більш стриманої політики із лібералізації руху потоків капіталу, оскільки зняття обмежень за умов високорозвиненого фінансового ринку сприяє надчутливості економічних процесів до зовнішніх шоків, а за умов недостатньої глибини його розвитку здатне викликати розвиток кризових явищ в економіці внаслідок неможливості абсорбції потоків міжнародного капіталу фінансовою системою.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано в статтях [145, 84, 85, 81].



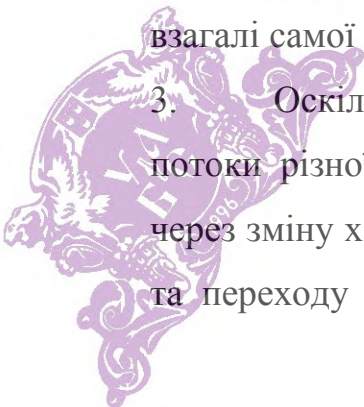
ВИСНОВКИ

У роботі досліджено теоретичні основи та сформовано науково-методичні підходи до оцінки ефективності дії каналів монетарної трансмісії в Україні, запропоновано рекомендації щодо напрямків вдосконалення роботи передавального механізму монетарної політики.

1. Трансмісійний механізм монетарної політики визначає ефективність використання тих чи інших інструментів грошово-кредитного регулювання та представляє собою ланцюг реакцій між фінансовими та реальними змінними, які відображують поведінку суб'єктів економіки, та забезпечують вплив рішень монетарної влади на реальні економічні процеси. Структура трансмісійного механізму складається з каналів, які являють собою своєрідні ланцюжки макроекономічних змінних, по яких передається імпульс змін, який генерується монетарною владою за допомогою інструментів грошово-кредитної політики.

2. Існує декілька факторів, що перешкоджають вивченню передавального механізму грошово-кредитної політики, зокрема: існування часових проміжків (лагів), які практично неможливо спрогнозувати та які можуть змінюватися із часом під впливом економічного середовища, існування інших важливих впливів на економічну кон'юнктуру в цілому та рівень цін зокрема, окрім грошово-кредитної політики, наприклад, зовнішні шоки або технологічні та структурні зміни, запровадження інституційних змін, новітніх технологій та ін. Крім того запровадження інституційних змін, новітніх технологій та зміни поведінки економічних суб'єктів призводять до значних коливань та перетворень не лише у силі дії того чи іншого каналу, а взагалі самої структури трансмісійного механізму монетарної політики.

3. Оскільки носіями взаємодій економічних агентів виступають саме потоки різної природи, то і вплив суб'єктів один на одного відбувається через зміну характеру їх руху. Таким чином, передача імпульсів перетворень та переходу економічного середовища до нового стану відбувається саме



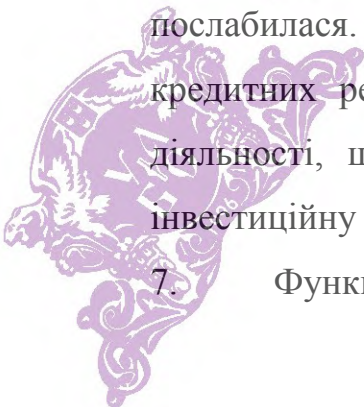
через регулювання різних характеристик потоків, що сполучають суб'єктів господарювання. Тоді трансмісійний механізм монетарної політики можна визначити як сукупність фінансових потоків, які визначають структуру зв'язків між ключовими змінними, та змінюються під впливом інструментів грошово-кредитного регулювання.

4. Проблемність ідентифікації та ефективної роботи трансмісійного механізму в українській економіці визначається наступними факторами: недомонетизованість економіки, значна частка заощаджень населення, які не залучені до фінансового ринку, неузгодженість фіскальної та грошово-кредитної політик, недостатній рівень розвитку корпоративного законодавства та управління, відсутність нормативно-правових актів, які захищають права міноритарних акціонерів, значна асиметрія інформації у реальному секторі, дисбаланс та недостатній розвиток фінансового ринку, існування значної доларизації активів та надто швидка лібералізація потоків капіталу, яка не дала змогу фінансовому ринку пристосуватися до нових умов та абсорбувати ресурси, які почали надходити із міжнародних ринків.

5. Існування грошових, фінансових та інформаційних потоків, які виконують функцію передачі імпульсів від модуля одного суб'єкта до іншого, дозволяє говорити про побудову потоково-модульної моделі трансмісійного механізму монетарної політики, де відображені основні потоки-носії імпульсів та трансмісійні модулі суб'єктів.

6. Результати дослідження впливу грошово-кредитної політики на реальний сектор дозволяють зробити висновок про існування кредитного каналу передачі монетарних імпульсів. Однак внаслідок кризових явищ, якими характеризувався стан економіки у 2008-2009 рр., його дія значно послабилася. Крім того виявлено, що головним напрямком використання кредитних ресурсів суб'єктами господарювання є фінансування поточної діяльності, що значно послаблює вплив грошово-кредитної політики на інвестиційну складову ВВП.

7. Функціонування каналу процентних ставок характеризується

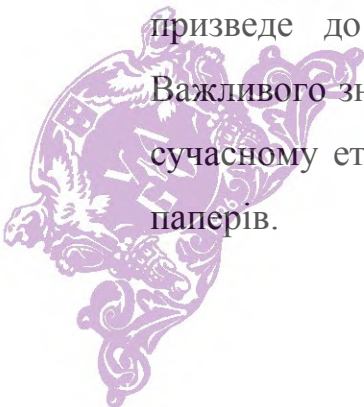


значною невизначеністю, хоча його дія фіксується на окремих стадіях передавального механізму. Передумовою для зростання його ефективності стало послаблення дії кредитного каналу та значне зростання вартості кредитних ресурсів внаслідок фінансової кризи.

8. Канал цін активів слабо виражений, проте зафіксовано вплив вартості та доходів від нерухомості на доходи та економічну активність суб'єктів господарювання, що свідчить на користь гіпотези про використання останньої в якості об'єкту для вкладання коштів. Тобто можна говорити про існування специфічного каналу доходів у вітчизняному передавальному механізмі монетарної політики.

9. Центральний банк, як монетарна влада, одноосібно не здатен відновити макроекономічну рівновагу та створити передумови для стійкого економічного зростання, оскільки значна кількість специфічних характеристик економічного середовища знаходиться поза межами його впливу. Одним із напрямків підвищення результативності використання грошово-кредитного інструментарію є комплекс заходів, направлених на залучення більшої частки коштів суб'єктів економіки на рахунки комерційних банків, а також дії, направлені на зменшення динаміки зростання цінних індексів.

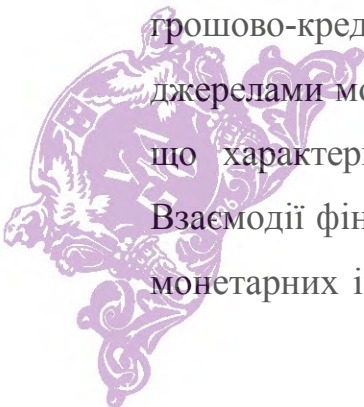
10. Для послаблення негативної дії кредитного каналу на результативність передачі монетарних імпульсів через канал процентних ставок важливим є зменшення рівня інформаційної асиметрії на фінансовому ринку, що може бути досягнутим через запровадження високих стандартів корпоративного управління та підвищення прозорості та доступності фінансової інформації, що зменшить ризики неповернення кредитів та призведе до перегляду величини ризик-премії у процентних ставках. Важливого значення для забезпечення дієвості каналу процентних ставок на сучасному етапі також має удосконалення роботи ринку державних цінних паперів.



11. Чітке розуміння дій центрального банку суб'єктами економічної діяльності здатне сприяти результативності заходів процентної політики через очікування щодо майбутніх змін процентних ставок. Ступінь такого впливу визначається ефективністю комунікаційної політики центрального банку, яка може бути визначена як система заходів із взаємодії центрального банку із комерційними банками та іншими суб'єктами економіки, які направлені на підвищення ступеню поінформованості суб'єктів щодо стану та перспектив розвитку грошово-кредитної сфери, підвищення рівня довіри до заходів грошово-кредитної політики та формування позитивного іміджу влади. Отже, одним із заходів підвищення результативності дії процентного каналу передавального є розробка комунікаційної стратегії НБУ, яка буде виражатися у комплексі заходів відповідної політики і забезпечить розуміння економічними агентами обраного напрямку монетарного регулювання та вплине на підвищення ступеню довіри до дій влади.

12. Дослідження міжканальних взаємозв'язків на основі моделі рівноваги прибутковості капіталу для усіх суб'єктів економіки дозволяє визначити пропорційність співвідношень процентних ставок за кредитами та депозитами та обсягів кредитних ресурсів, які надані у користування економічним суб'єктам та залучені від них на рахунки комерційних банків. Запропоноване співвідношення процентних ставок за кредитами та депозитами може бути використане у якості інструмента регулювання економічної активності економічних агентів, оскільки враховує умови прибутковості капіталу та певною мірою ідентифікує дієвість каналів трансмісії.

13. Окрім внутрішніх взаємозв'язків каналів передавального механізму грошово-кредитної політики слід враховувати і їх взаємодію із іншими джерелами монетарних імпульсів в рамках процесів глобалізації та інтеграції, що характеризували розвиток світової економіки в останні десятиріччя. Взаємодії фінансових потоків та економічних систем призводять до передачі монетарних імпульсів від однієї країни до іншої, що створює підґрунтя для



проведення більш стриманої політики із лібералізації руху потоків капіталу, оскільки зняття обмежень за умов високорозвиненого фінансового ринку сприяє надчутливості економічних процесів до зовнішніх шоків, а за умов недостатньої глибини його розвитку здатне викликати розвиток кризових явищ в економіці внаслідок неможливості абсорбції потоків міжнародного капіталу фінансовою системою.

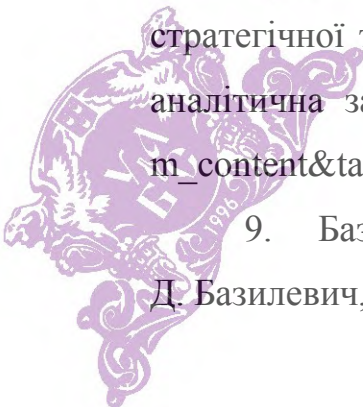


Державний вищий навчальний заклад
“УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ”

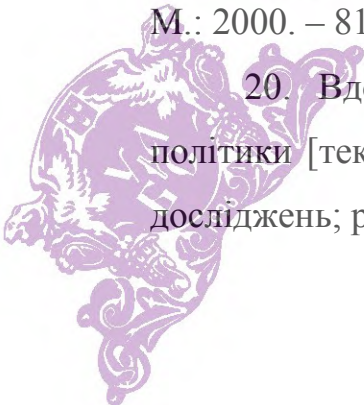
State Higher Educational Institution
“UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE”

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

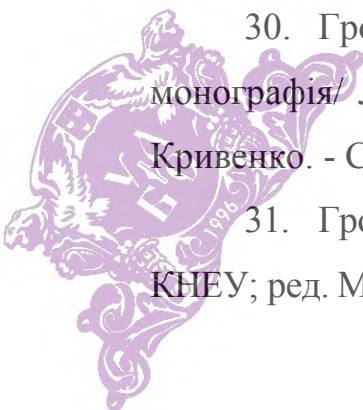
1. Адамик, Б.П. Національний банк і грошово-кредитна політика [Текст]: навчальний посібник/ Б. П. Адамик. – Тернопіль: Карт-бланш, 2002. – 278 с.
2. Азаренкова, Г. М. Фінансові потоки економічних агентів : методологія та організація управління : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра економ. наук : спец. 08.00.08 - гроші, фінанси і кредит / Азаренкова Галина Михайлівна; УАБС НБУ. – Суми : [Б. В.], 2007. – 33 с.
3. Азаренкова, Г. М. Теоретичні та методологічні передумови управління фінансовими потоками [Текст] / Г. М. Азаренкова // Вісник Української академії банківської справи. - 2002. - N 1. - С. 47 – 50.
4. Акімов О. Антикризова монетарна політика та прогноз розвитку економіки США/ О. Акімов, М. Фельдштейн //Фінансовий ринок України. - 2010. - N 5. - С. 23-27
5. Алешина И.В. Оценка влияния уровня монетизации на основные макроэкономические показатели в Украине [Текст] / И. В. Алешина // Problems and Perspectives in Management / Volume 5, Issue 3, 2007.
6. Андрушак, Є.М. Трансмісійний механізм грошово-кредитної політики в Україні [Текст] / Є. М. Андрушак // Науковий вісник НЛТУ України. – 2011. – Вип. 21.6. – С. 106-113
7. Арсланбеков-Федоров А.А. Межбанковское кредитование – настоящие проблемы возникли в прошлом / АА. Арсланбеков–Федоров // Деньги и кредит. – 2002. – № 4. – С. 18-22.
8. АУБ. Уроки банківської кризи 2008-2009 років і шляхи стратегічної трансформації банківської галузі України [Електронний текст]: аналітична записка. – Режим доступу: http://aub.org.ua/index.php?option=com_content&task=view&id=3921&menu=104&Itemid=96
9. Базилевич, В.Д. Макроекономіка [текст]: навчальний посібник/ В. Д. Базилевич, Л. О. Баластрик. - Вид. 2-ге, доп.. - К.: Атіка, 2006. - 368 с.



10. Банківська система України [Текст] : монографія / В. В. Коваленко, О. Г. Коренєва, К. Ф. Черкашина, О. В. Крухмаль. – Суми : ДВНЗ "УАБС НБУ", 2010. – 187 с.
11. Батура, О.В. Макроекономіка [текст]: навчальний посібник/ О. В. Батура, О. Ф. Івашина, Л. Ф. Новікова. - К.: ЦУЛ, 2007. - 236 с.
12. Бахолдин, А.А. Финансовая стабильность, денежно-кредитная политика и банковские риски [текст] / А. А. Бахолдин // Финансы и кредит. – 2007. – № 5. – С.59-62
13. Белоусов, Д.Р. Инфляция и денежно-кредитная политика [текст] / Д. Р. Белоусов, О. Г. Солнцев // Банковское дело. – 2008. – № 5. – С.17-23
14. Богдан Т. П. Глобальна фінансова криза та виклики для економічної політики в посткризовий період [текст] / Т. П. Богдан // Фінанси України. – 2010. – № 6. – С. 3-15
15. Бурлачков, В. Особливості сучасних економічних процесів і грошово-кредитна політика [текст] / В. Бурлачков // Економіка України. – 2010. – № 4. – С. 16-22
16. Вайшнурс, А.А. Мировой опыт управления инфляцией [текст] / А. А. Вайшнурс // Финансы и кредит. – 2007. – № 10. – С.63-70
17. Вардеванян, Г. Зависимость коэффициента монетизации от уровня экономического развития страны [Текст]/ Г. Вардеванян, А. Готовский. // Банковский вестник. – 2004. – №1. – С. 8-13.
18. Вахненко, Т. Взаємодія політики державних запозичень і грошово-кредитної політики у забезпеченні розвитку фінансової системи України [текст] / Т. Вахненко // Банківська справа. – 2008. – № 2. – С. 82-95
19. Вахрамеева М.В. Статистика финансов [Текст] / М.В. Вахрамеева: М.: 2000. – 816 с.
20. Вдосконалення координації грошово-кредитної та фінансової політики [текст]: інформаційно-аналітичні матеріали/ НБУ, Центр наукових досліджень; ред. В. І. Міщенко. – К., 2006. – 115 с.



21. Гальчинський А. С. Теорія грошей [Текст] : навч.-метод. посіб / А.С. Гальчинський. – 4-е вид., змін. і доп. – К. : Основи, 2001. – 411 с.
22. Гальчинський А. Теорія грошей [Текст] / А. Гальчинський – К.: Основи, 1998. – 98 с.
23. Гальчинська Т. А. Платіжний баланс і зовнішній борг України 2007 р. [Електронний текст] / Т.А. Гальчинська, Н. І. Чепурнова, Н. О. Березок / Щоквартальне аналітично-статистичне видання НБУ. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/publication/econom/BALANS/PB_2007.pdf
24. Геєць, В. Формування і розвиток фінансової кризи 2008-2009 років в Україні [текст] / В. Геєць; В. Гаєць // Економіка України. – 2010. – № 4. – С. 5-16
25. Горяев, Ю. А. Информатика [Текст]: учебное пособие / Ю. А. Горяев. – М., МИЭМП, 2005. – 116 с.
26. Гребенюк Н. Основні віхи у формуванні та проведенні грошово-кредитної (монетарної) політики в Україні [Текст] / Н. Гребенюк // Вісник Національного банку України. – 2007. – №5. – С. 13-17.
27. Греков И.Е. Об определении монетизации экономики и ее оптимальном уровне [Электронный текст] / И. Е. Греков. – Режим доступа: <http://www.bali.ostu.ru/umc/arhiv/2006/1/Grekov.pdf>
28. Гриценко А., Кричевська Т. Монетрна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики [Текст] / А. Гриценко, Т. Кричевська // Вісник Національного банку України. – 2005. – №11. – С.8-18.
29. Гриценко А., Унковська Т. Механізм валютної трансмісії: інституційно-поведінковий підхід [Текст] / А. Гриценко, Т. Унковська // Вісник НБУ, 2007. – № 11. – С. 24-32
30. Грошово-кредитні засоби регулювання економіки [Текст]: монографія/ Л. В. Кривенко, О. М. Дутченко, М. І. Синюченко ; ред. Л. В. Кривенко. - Суми: ДВНЗ "УАБС НБУ", 2010. – 210 с.
31. Гроші та кредит [Текст]: підручник/ Мін-во освіти і науки України, КНЕУ; ред. М. І. Савлук. – 3-тє вид., перероб. і доп. – К.: КНЕУ, 2002. – 598 с.



32. Данилишин, О.А. Сучасні інструменти грошово-кредитної політики як важливий чинник забезпечення економічного зростання в Україні [текст] / О. А. Данилишин //Регіональна економіка. – 2008. – № 2. – С. 151-159

33. Дзюблюк, О. Грошово-кредитна політика в період кризових явищ на світових фінансових ринках [текст] / О. Дзюблюк //Вісник Національного банку України. – 2009. – № 5. – С. 20-30

34. Дзюблюк, О.В. Оптимізація передавального механізму грошово - кредитної політики центрального банку [текст] / О. В. Дзюблюк //Вісник Національного банку України. – 2003. – № 1. – С.32-38

35. Дзюблюк О. В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах ринкового реформування економіки [Текст]: монографія / О. В. Дзюблюк – К.: Поліграфкнига, 2000. – 512 с.

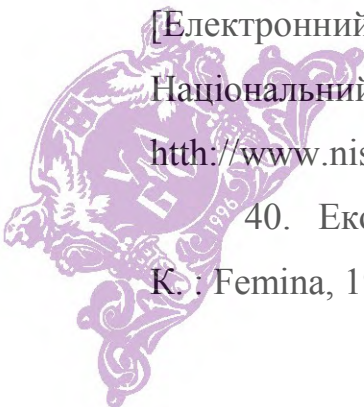
36. Дробышевский С., Козловская А. Внутренние аспекты денежно-кредитной политики России [Текст] / С. Дробышевский , А. Козловская // Научные труды ИЭПП. – М.: ИЭПП, 2002. – № 45Р. – 157 с.

37. Дробышевский С., Козловская А. Сравнительный анализ денежно-кредитной политики в переходных экономиках [Текст] / С. Дробышевский , А. Козловская // Научные труды ИЭПП. – М.: ИЭПП, 2003. – №58Р. – 244 с.

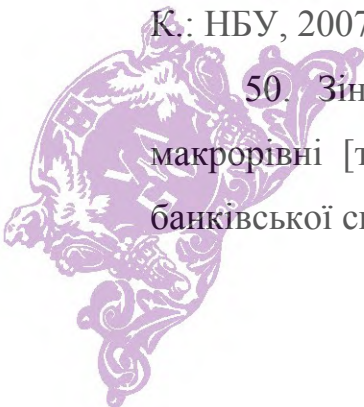
38. Долан Э. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика [Текст] : пер. с англ. / Долан Э.Дж., Кэмпбелл К.Д., Кэмпбелл Р.Дж. ; Под общ. ред. В.Лукашевича. – М. : Профико : Мосинбанк ; СПб. : ЛО СП "Автокомп", 1994. – 496 с. – Пер. изд. : Money, Banking, and Monetary Policy / E. G. Dolan, C. D. Campbell, R. G. Campbell. – 1988.

39. Економічна криза в Україні: виміри, ризики, перспективи [Електронний текст] / Жаліло Я.А., Бабанік О.С., Белінська Я.В. та ін.-К.: Національний інститут стратегічних досліджень, 2009 р. – Режим доступу: <http://www.niss.gov.ua>.

40. Економічний словник-довідник [Текст] / За ред. С.В. Мочерного. – К. : Femina, 1995. – 368 с.



41. Експерт відзначає зниження доларизації економіки у 2010 році. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.economics.unian.net/ukr/detail/70657>.
42. Эдуардов С. Денег не бывает чересчур много [Электронный текст] / С. Эдуардов. – Режим доступа: <http://www.utro.Ru/articles/2004/03/29/292562.shtml>
43. Экономический словарь [Текст] / Под ред. А.И. Архипова. М.: «Проспект», 2001. – 620 с.
44. Єпіфанов, А.О.. Методологічні складові ефективного розвитку банківського сектору економіки України [текст]: монографія/ А. О. Єпіфанов. - Суми: ВТД "Університетська книга", 2007. - 417 с.
45. Жаліло, Я. А. Економічна стратегія держави у нестабільних ринкових економічних системах [Текст] : Монографія / Я. А. Жаліло. – К. : НІСД, 1998. – (Сер. "Економічні стратегії"; Вип. 6). – Бібліогр. : С. 138–142.
46. Загорський В.С. Центральний банк і грошово-кредитна політика [текст] / В.С. Загорський: Навч.-метод. посіб. – Л.: Видавництво Львівської комерційної академії, 2003. – 180с.
47. Задерей Н. Война на уничтожение [Текст] / Н. Задерей // Зеркало недели. – 2009. – № 2. – С. 2-4.
48. Затворська О.О. Грошово-кредитна політика центрального банку / О. О. Затворська. – Біла Церква: БДАУ, 2004. – С.41-46.
49. Зверяков М.І. Пріоритети соціально-економічного розвитку та грошово-кредитна політика / М. І. Зверяков // Стратегія соціально-економічного розвитку України та пріоритети грошово-кредитної політики: матеріали науково-практичної конференції / НБУ, ДУ ІЕП НАН України. – К.: НБУ, 2007. – С. 60–66.
50. Зінченко, В.О. Умови та фактори стійкості банківської системи на макрорівні [текст] / В. О. Зінченко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. Вип. 22. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – С. 324-328



51. Івасів, Б.С. Гроші та кредит [Текст]: підручник/ Б. С. Івасів; НБУ, Мін-во освіти і науки України, Тернопільський нац. економічний ун-т. - 3-тє вид., змін. та доп. - Тернопіль: Карт-бланш, 2008. - 528 с.

52. Коваленко, В.В.. Центральний банк і грошово-кредитна політика [Текст]: навчальний посібник/ В. В. Коваленко; УАБС НБУ. — К.: Знання України, 2006. — 332 с.

53. Коваленко, В. В. Центральний банк і грошово-кредитна політика [Текст] : навч.-метод. посіб. / В. В. Коваленко, К. Ф. Черкашина. — Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2010. — 138 с.

54. Козюк В. Вплив відкритості економіки на монетарну політику: емпіричний аналіз на прикладі країн ОЕСР [Текст] / В. В. Козюк // Вісник НБУ. — №7. — 2005. — С. 50-54

55. Коноплицкий, В., Филина, А. Это — бизнес: Толковый слов. экон. терминов [Текст] / В.Коноплицкий, А.Филина. — Киев: Альтерпрес, 1996.— 448 с.

56. Корищенко К. Н. Структурные факторы механизма денежной трансмиссии: тенденции и перспективы [Текст] / К. Н. Корищенко // Экономические науки. — 2005. — № 2(11). — С 7-25

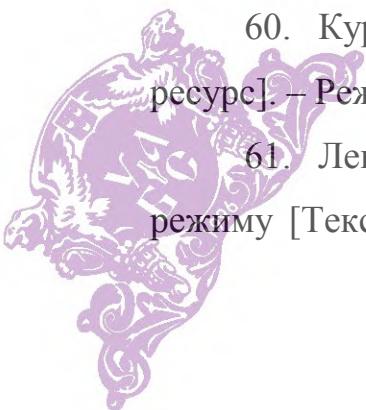
57. Корищенко К. Н. Общие черты инфляционного таргетирования в развитых странах [Текст] / К. Н. Корищенко // Экономические науки. - № 5. — 2003. — С 21-35.

58. Костюченко О. А. Банківське право [Текст]: Підручник / О. А. Костюченко. — 3-тє вид. — К.: Видавництво А.С.К., 2003. — 928 с.

59. Курза Ю. Як формувалася світова криза [Електронний ресурс] / Ю. Курза // Економічна правда. — Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/publications/2009/12/2/218549/>

60. Курсу долара євро пророкують серйозні коливання [Електронний ресурс]. — Режим доступу: <http://gazeta.ua/articles/business/383151>

61. Лепушинський В.О. Проблема вибору оптимального монетарного режиму [Текст] / В.О. Лепушинський // Економіка України : інвестиційно-



інноваційні проблеми розвитку. Колективна монографія. / За ред. В.Ф. Беседіна, А.С. Музиченка. – Київ : НДЕІ, 2006. – С.510–518.

62. Лепушинський В.О. Проблема вибору показників, що характеризують процес монетарної трансмісії [Текст] / В.О. Лепушинський // Формування ринкових відносин в Україні : зб. наук. пр. / Наук. ред. І.К.Бондар. – К.: НДЕІ, 2009. – Вип.9. – С. 44–47.

63. Лепушинський В. Дія каналів монетарної трансмісії в економіці України [Текст] / В. Лепушинський // Вісник НБУ. – 2006. – №2. – С. 28-32.

64. Лепушинський, В. О. Науково – методичні основи оцінки результативності грошово – кредитної політики в Україні [Текст] : дис. на здобуття наук. ступеня канд.економ. наук : спец. 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит / В. О. Лепушинський ; Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". – Суми : [Б.В.], 2009. – 230 с.

65. Лисенко Р.С. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Стаття 2. Аналіз дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики / Р.С. Лисенко, С.А. Ніколайчук, А.В. Сомик // Вісник НБУ. – 2007. – № 11. – С. 18-24.

66. Лопатников, Л.И. Экономико-математический словарь: Словарь современной экономической науки [Текст] / Л. И. Лопатников – 5-е изд., перераб. и доп. М.: Дело, 2003. – 520 с.

67. Любунь О. С. Національний банк України: основні функції, грошово-кредитна політика, регулювання банківської діяльності / О.С. Любунь, І.В. Іванець, Б.П. Адамик: Навч. посіб. – К.: Університет економіки та права «Крок», 2005. – 512 с.

68. Лютий І. Савич Л. Суперечності планування видаткової частини державного бюджету України [Текст] / І. Лютий, Л. Савич // Формування ринкової економіки в Україні. – 2009. - № 19. – С. 81-87.



69. Лютий, І.О.. Банківський маркетинг: підручник [Текст] / І. О. Лютий, О. О. Солодка; Мін-во освіти і науки України, Київський нац. ун-т ім. Тараса Шевченка. - К.: ЦУЛ, 2009. - 776 с.

70. Лютий, І. О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки [Текст] : монографія / І.О. Лютий. – К.: Атіка, 2000. – 240 с.

71. Макаренко И.П. Прогноз ИЭЭ №5 (44) . Украина: общий прогноз на 2006 год – в экономике накапливается кризисный потенциал [Электронный ресурс] / И. П. Макаренко. – Режим доступа: <http://www.iee.org.ua/ru/detailed/prognoz/493>

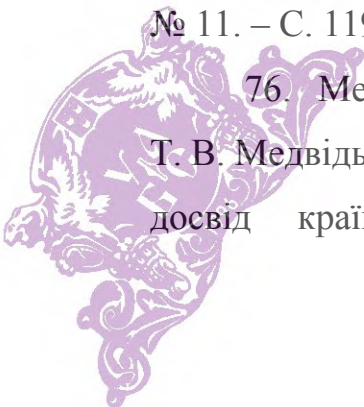
72. Макконнелл, К.Р. Аналітична економія. Принципи, проблеми і політика [Текст]. В 2 ч.Ч.1: Макроекономіка: пер. с англ. / К. Р. Макконнелл, С. Л. Брю. - 13-е вид.. - Львів: Просвіта, 1997. - 671 с.

73. Медвідь Т. В. Місце передавального механізму монетарної політики у системі грошово-кредитного регулювання / Т. В. Медвідь // Розвиток фінансово-кредитної системи України: здобутки, проблеми, перспективи : тези доповідей ІV Всеукраїнської науково-практичної конференції аспірантів та молодих вчених, м. Львів, 23–24 жовтня 2008 р. / Львівський інститут банківської справи Університету банківської справи Національного банку України / відп. за вип. Р. А. Слав`юк. – Львів : ЛІБС УБС НБУ, 2008. – С. 122–124.

74. Медвідь Т. В. Теоретичні підходи до визначення сутності і структури передавального механізму монетарної політики / Т. В. Медвідь // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – № 11. – С. 200–207.

75. Медвідь Т. В. Фінансові, товарні та інформаційні потоки як носії грошово-кредитних імпульсів / Т. В. Медвідь // Держава та регіони. – 2009. – № 11. – С. 119–124.

76. Медвідь Т. В. Лібералізація руху капіталу в Чеській Республіці / Т. В. Медвідь, М. М. Гузь // Лібералізація руху капіталу в ході євроінтеграції: досвід країн Центральної Європи : монографія / А. О. Єпіфанов,



С. М. Козьменко, М. І. Макаренко, Ф. І. Шпиг та ін. / за заг. ред. д-ра наук А. О. Єпіфанова. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – С. 25–35.

77. Медвідь Т. В. Монетарний імпульс як важіль впливу грошово-кредитної політики / Т. В. Медвідь // Реструктуризація розвитку фінансового ринку в Україні: філософія, стратегія, тактика : тези доп. Всеукраїн. наук.-практ. конф. студ. і молодих вчен. (Київ, 20–22 березня 2007 р.) / Відп. ред І. А. Аванесова. – К. : Київ. нац. торг.-екон. ун-т, 2007. – С. 60–61.

78. Медвідь Т. В. Особливості трансмісійного механізму монетарної політики залежно від типу фінансової системи країни / Т. В. Медвідь // Міжнародна банківська конкуренція: теорія та практика : збірник тез доповідей II Міжнародної науково-практичної конференції (31 травня – 1 червня 2007 р.). – Суми : УАБС НБУ, 2007. – С. 144–145.

79. Медвідь Т. В. Роль механізму монетарної трансмісії у здійсненні інфляційного таргетування / Т. В. Медвідь // Стратегія інфляційного таргетування в грошово-кредитній політиці держави : монографія / М. І. Макаренко, І. І. Д'яконова, Ф. О. Журавка та ін. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2008. – С. 39–48.

80. Медвідь Т. В. Банківська система України / В. Ю. Дудченко, І. І. Д'яконова, Т. В. Медвідь та ін. // Євразійські перспективи розвитку банківських систем = Euroasian Perspectives of the Banking Systems Development : монографія / ДВНЗ «УАБС НБУ»; ред. : О. Костюк, М. Лін, Г. Омет. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2010. – С. 21–71.

81. Медвідь Т. В. Передавальний механізм монетарної політики в умовах кризових явищ / Т. В. Медвідь // Міжнародна банківська конкуренція: теорія та практика : збірник тез доповідей IV Міжнародної науково-практичної конференції (21–22 травня 2009 р.). Т. 2. – Суми : УАБС НБУ, 2009. – С. 57–58.

82. Медвідь Т. В. Рівень монетизації економіки як важливий індикатор ефективності передавального механізму монетарної політики / Т. В. Медвідь



// Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. Випуск 23. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2008. – С. 204–210.

83. Медвідь Т. В. Передавальний механізм монетарної політики: проблеми аналізу в Україні / Т. В. Медвідь // Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей ІХ Всеукраїнської науково-практичної конференції (9–10 листопада 2006р.). Частина 2. – Суми : УАБС НБУ, 2006. – С. 22–24.

84. Медвідь Т. В. Соціальний аспект монетарної політики / М. І. Макаренко, Т. В. Медвідь // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей Х Всеукраїнської науково-практичної конференції (22–23 листопада 2006 р.). У 2-х т. – Т. 2. – Суми : УАБС НБУ, 2006. – С. 21–23

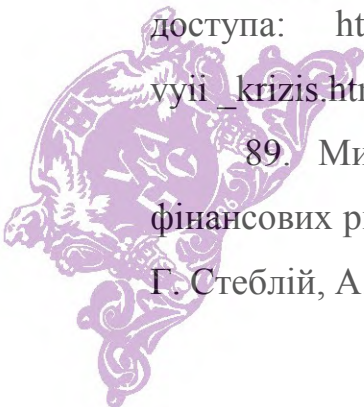
85. Медвідь Т. В. Монетарні витoki світової фінансової кризи / Т. В. Медвідь // Розвиток України в ХХІ столітті: економічні, соціальні, екологічні, гуманітарні та правові проблеми : збірник тез доповідей ІV Міжнародної науково-практичної Інтернет-конференції (30 березня 2009 р.). Секція 1–5. – Тернопіль, 2009. – С. 126–128.

86. Міщенко В., Сомик А. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Стаття 1. Теоретичні засади трансмісійного механізму грошово-кредитної політики [Текст] / В. Міщенко, А. Сомик // Вісник Національного банку України. – К., 2007. – №6. – С.24-27.

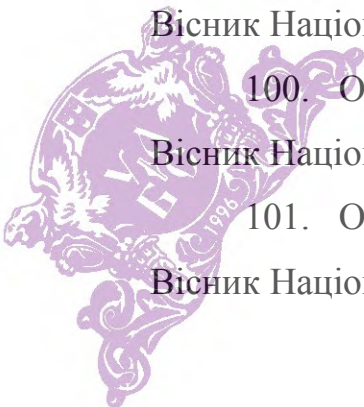
87. Міщенко В.І. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в умовах кризи [Текст] / В. І. Міщенко, А. В. Сомик, Р. С. Лисенко / К.: Центр Наукових досліджень НБУ, УБС НБУ, 2010. – 96 с.

88. Мировой финансовый кризи [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.ereading.org.ua/bookreader.php/103313/Mirovoii_finansovyyii_krizis.html

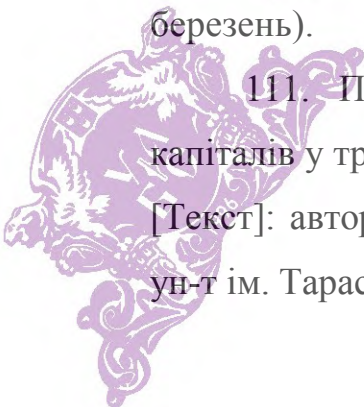
89. Мишкін, Фредерік С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків [Текст] / Фредерік С. Мишкін / Пер. З англ. С. Панчишин, Г. Стеблій, А. Стасишин. – К.: Основи, 1998. – 963 с.



90. Моисеев С.Р. Инерция денежно-кредитной политики [Текст] / С. Р. Моисеев // Финансы и кредит. – 2003. – № 20(134). – С. 52 – 57.
91. Моисеев С.Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики [Текст] / С. Р. Моисеев // Бизнес и банки. 2002. – № 45. – С. 1 -5.
92. Монетарний огляд грошово-кредитного ринку [текст] // Фінансовий ринок України. – 2009. – № 6. – С. 7-11
93. Монетарний огляд за 2010 р. [Електронний текст]: Департамент монетарної політики НБУ. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/publication/econom/Mon_review/2010/2010.pdf
94. Монетарний трансмісійний механізм в Україні: Науково-аналітичні матеріали. Вип. 9 / В.І. Міщенко, О.І. Петрик, А.В. Сомик, Р.С. Лисенко та ін. – К.; Національний банк України. Центр наукових досліджень, 2008. – 144 с.
95. Національний банк і грошово-кредитна політика [Текст] : підручник / За ред. А.М. Мороза, М.Ф. Пуховкіної. – К.: КНЕУ, 1999. – 368 с.
96. Олексіч, Д. В. Методичні засади оцінки вартості банківського бізнесу [Текст] : дис. ... канд. економ. наук : спец. 08. 00. 08 - гроші, фінанси і кредит / Д. В. Олексіч ; Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". - Суми : [Б. В.], 2008. - 248 с.
97. Олійник О.С. Проблеми споживчого кредитування в Україні / О.С. Олійник // Економіст. - 2007. - №78. - с.28-30.
98. Основні засади грошово–кредитної політики на 2011 рік [Текст] // Вісник Національного банку. – 2010.–№11.– С.2-4.
99. Основні засади грошово–кредитної політики на 2002 рік [Текст] // Вісник Національного банку. – 2001. – №10. – С.2–4.
100. Основні засади грошово–кредитної політики на 2006 рік [Текст] // Вісник Національного банку. – 2005. – №10. – С.3–6.
101. Основні засади грошово–кредитної політики на 2008 рік [Текст] // Вісник Національного банку. – 2007.–№11.– С.2–4.



102. Основні засади грошово–кредитної політики на 2009 рік [Текст] // Вісник Національного банку. – 2008.–№11.– С.2–4.
103. Основні засади грошово–кредитної політики на 2010 рік [Текст] // Вісник Національного банку. – 2009.–№10.– С.3.
104. Паливода, К.. Доларизація грошового обігу як гальмо інвестиційної активності в Україні / К. Паливода // Банківська справа. – 2009. – № 5. – С. 32-40
105. Паринов, С. И. Третья форма управления для сетевой экономимки [Электронный ресурс] / С. И. Паринов. – Режим доступа: <http://rvles.ieie.nsc.ru/parinov/net-form.htm>
106. Папуша А. Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України [Текст] / А. Папуша // Вісник НБУ. – 2006. – № 1. – С. 44 – 47.
107. Пашковская, И.В. Трансмиссионный механизм денежно-кредитного регулирования[Текст] / И. В. Пашковская // Банковские услуги. – 2003. – № 8. – С. 3 – 38.
108. Петренко, С. Обзор современных моделей трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики [текст] / С. Петренко // Банковское дело. –2003. – № 10. – С. 12 – 18.
109. Петрик О.І. Сучасний міжнародний досвід контролювання інфляції / Петрик О.І., Гриценко А.А., Кричевська Т.О. // Інфляція та фінансові механізми її регулювання / [за ред. А.І. Даниленка]. – К. : НАН України, Інститут економіки та прогнозування, 2007. – Розділ II. – С. 49–107.
110. Петрик О.І. Аналіз чинників інфляції та її прогнозування в Україні / О.І. Петрик, Ю.О. Половньов // Економіка і прогнозування. – К. : НАН України, Інститут економічного прогнозування, 2003. – № 1 (січень – березень).
111. Підгайна Н. Я. Особливості лібералізації ринку позичкових капіталів у трансформаційних процесах країн Центральної та Східної Європи [Текст]: автореф. дис... канд. екон. наук: 08.05.01 / Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка. - К., 2004. – 23 с.



112. Половнъов, Ю. О. Роль банківської системи у формуванні та розвитку попиту на гроші в Україні [Текст] / Ю. О. Половнъов // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". – Суми, 2003. - Т. 7. - С. 49-52.

113. Про Національний банк України: Закон України від 20.05.1999 № 679-XIV // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – 2002. – Вин. 5. – С. 42-64.

114. Про банки і банківську діяльність: Закон України від 07.12.2000 р. № 2121-III // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – 2002. – Вил. 7. – С. 4-48.

115. Про науково-технічну інформацію: Закон України від 25.06.1993 № 3322-XII із зм. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=3322-12>

116. Положення «Про процентну політику Національного банку України», затверджене Постановою НБУ № 389 від 18.08.2004 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon.nau.ua/doc/?code=z1092-04>

117. Закон України «Про державний бюджет на 2009р.» № 835-VI від 26.12.2008 [Електронний текст]. – Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=835-17>

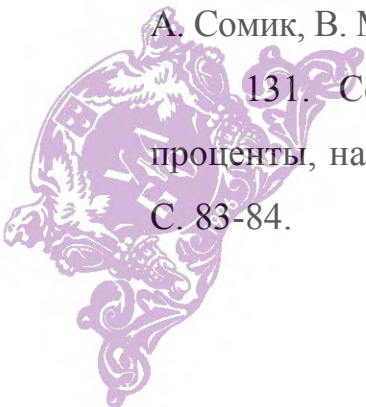
118. Резникова, Н. Можливість виникнення валютних криз в Україні в контексті руху фінансових потоків [Текст] / Н. Резникова // Фінансовий ринок України. – 2004. – №6/7. – С.3–6.

119. Родионов, И.И. Мировой рынок информационных услуг [Текст]: монография / Р.С. Гиляревский, Г.Ф. Залаев, В.А. Цветкова. – М.: 2002. – 300 с.

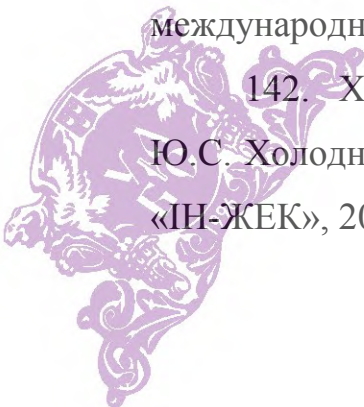
120. Романенко, Л.Ф.. Банківський маркетинг: підручник [Текст] / Л. Ф. Романенко; Мін-во освіти і науки України, Відкритий міжнар. ун-т розвитку людини "Україна". – К.: ЦНЛ, 2004. – 344 с.



121. Романишин В.О. Центральний банк і грошово-кредитна політика [Текст] / В. О. Романишин, Ю. М. Уманців: Навч. посібник. – К.: Атака, 2005. – 480 с.
122. Рудый К. Передаточный механизм монетарной политики [Текст]/ К. Рудый // Белорусский банковский бюллетень. 2002. – №31. – С. 43-51.
123. Савченко, А. Г. Макроекономіка [Текст] : учебное пособие / А.Г. Савченко, Г.О. Пухтаєвич, О.М. Тітьонко. – К.: Либідь, 1999. – 288 с.
124. Савченко, А. Стратегічні цілі монетарної політики: проблеми теорії та методології [Текст] / А. Савченко // Економіка України. – 2007. – №5. – С.1–8.
125. Садков, В.Г., Греков И.Е. О воздействии уровня монетизации экономики и структуры денежной массы на эффективность социально-экономического развития [Текст] / В. Г. Садков, И. Е. Греков // Финансы и кредит. – № 5 (143). – 2004. – С. 43-46.
126. Сакс, Д.Д. Макроэкономика. Глобальный поход [Текст]: пер. с англ / Д. Д. Сакс, Ф. Б. Ларрен. - М.: Дело, 1996. - 848 с.
127. Слав'янська Н. Г. Банківські операції [Текст]: підручник/ Н. Г. Слав'янська ; ред. В. І. Міщенко. - К.: Знання, 2006. - 727 с.
128. Словарь банковских терминов [Текст] / Под ред. Э.А. Уткина. – М.: АКАЛИС, 1997. – 303 с.
129. Сніжко О.В. Механізм грошової трансмісії: уроки для України / О.В. Сніжко // Матеріали наук.-практ. конф. «Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування». – 2002. – С.166-174.
130. Сомик А. Базові транспарентні документи грошово-кредитної політики: європейський досвід та перспективи впровадження в Україні [Текст] / А. Сомик, В. Міщенко, І. Шумило // Вісник НБУ. – 2010. – № 2. – С. 3-8.
131. Соснин А. Государственный долг: иностранным кредиторам – проценты, населению – налоги? / А. Соснин // Экономист. – 2001. – № 8. – С. 83-84.



132. Старчієнко О. Маркет-мейкери у системі ринкових відносин [Електронний ресурс] / О. Старчієнко // Україна фінансова / інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку. – Режим доступу: http://www.ufin.com.ua/analit_mat/rzp/076.htm
133. Ствак І.В. Вплив режиму валютного курсу на економічне зростання / І.В. Ствак // Фінанси України. – 2004. – № 5. – С. 23-28.
134. Терещенко О. Регуляторні можливості Центрального банку в оздоровленні фінансів реального сектору економіки / О. Терещенко // Вісник НБУ. – 2004. – № 1. – С. 9-12.
135. Terra недвижимость. Кризис на рынке недвижимости США. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.terra.ru
136. Тихонов А. Типология денежных систем и макроэкономической динамики [Текст] / А. Тихонов // Банковский Вестник. – 2002. – №6. – С. 41-44.
137. Трунин П. В. Анализ независимости центральных банков РФ, стран СНГ и Восточной Европы [Текст] / П.В.Трунин, Д.А.Князев, А.М. Сатдаров. - М.: ИЭПП, 2010. - 76 с.
138. Туманова Е.А., Шагас Н.Л. Макроэкономика. Элементы продвинутого похода [Текст]: Учебник. / Е. А. Туманова, Н. Л. Шагас – М.: ИНФРА-М, 2004. – 400 с.
139. Тюковкин Н. М. Финансовый кризис в США [Текст] / Н. М. Тюковкин // Аудит и финансовый анализ. – 2008. – № 2. – С. 8-12
140. Управление организацией [Текст] : энцикл. словарь: Более 7000 ст. / Под ред. А.Г. Поршнева и др. – М.: ИНФРА-М, 2001. – 821 с.
141. Фетисов Г. Ставка рефинансирования и система рыночных процентных ставок [Текст] / Г. Фетисов // Мировая экономика и международные отношения. – 2005. – № 6. – С. 66 – 75.
142. Холодна Ю. С. Центральный банк і грошово-кредитна політика / Ю.С. Холодна: Навч. посіб. / Харківський держ. економічний ун-т. – Х.: ВД «ІН-ЖЕК», 2003. – 144 с.



143. Хорошилов, А. Мировые информационные ресурсы [Текст]: учебное пособие / А. Хорошилов, С. Селетков. – Изд-во: "Питер", 2004 г. – 176 с.
144. Чикарова М.Ю. К вопросу о сущности денежно-кредитной политики [Текст] / М. Ю. Чикарова // Финансы и кредит. – 2004. – № 20 (158). – С. 54 – 56.
145. Щербина Т. В. Міжканальні взаємозв'язки у передавальному механізмі грошово-кредитної політики та прибутковість капіталу / М. І. Макаренко, Т. В. Щербина // Інвестиції: практика та досвід. – 2010. – № 17. – С. 31–35
146. Щербина Т. В. Проблеми та особливості дослідження механізму монетарної трансмісії в Україні / Т. В. Щербина // Проблеми системного підходу в економіці. – 2010. – № 2. – Режим доступу: http://www.nbuv.gov.ua/e-journals/PSPE/2010_2/Scherbina_210.htm.
147. Юхименко П.І. Монетаризм: теорія і практика [Текст] / П. І. Юхименко: Монографія. –К.: Кондор, 2005. – 312 с.
148. Ющенко В. Ключові проблеми монетарної та валютно-курсової політики в Україні [текст] / В. Ющенко // Вісник НБУ.-2000.-№2.-с.3-5
149. Ağca S., De Nicolò G., Detragiache E. Financial Reforms, Financial Openness, and Corporate Borrowing: International Evidence [Text] / S. Ağca, G. De Nicolò, E. Detragiache // IMF Working Paper. – International Monetary Fund. – 2007. – №186. – 47 p.
150. Angeloni I., Kashyap A., Mojon B., Terlizzese D. Monetary Transmission in the Euro Area: Where Do We Stand [Text] / I. Angeloni, A.Kashyap, B.Mojon, D.Terlizzese // European Central Bank, Working Paper Series. – 2002. – № 114. – P. 3-12
151. Bernanke B. The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission [Text] / B. Bernanke // NBER Working Papers. – National Bureau of Economic Research, Inc, 1990. – №3487. – 47 p.



152. Bernanke B., Gertler M. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission [Text] / B. Bernanke, M. Gertler // The Journal of Economic Perspectives. – 1995. – Vol. 9, №4. – P. 27–48.

153. Blanchard O., Quah D. The dynamic effects of aggregate demand and supply disturbances [Text] / O. Blanchard, D. Quah // American Economic Review, 1989. – № 79. – P. 655-673.

154. Blinder A. S. Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence [Text] / Alan S. Blinder, Michael Ehrmann, Marcel Fratzscher, Jakob De Haan , David-Jan Jansen / NBER Working Paper. 2008. – № 13932. – 74 p.

155. Blinder, Alan S. Central Bank talk: Committee Structure and Communication Policy [Electronic text] / Alan S. Blinder, Charles Wyplosz / This paper was prepared for the session –Central Bank Communication” at the ASSA meetings, Philadelphia, January 9, 2005. – Mode of access: http://www.aeaweb.org/annual_mtg_papers/2005/0109_1015_0702.pdf

156. Bohl M.T., Siklos, P.L. Do Words Speak Louder than Actions? The Conduct of Monetary Policy at the Bundesbank [Text] / M.T.Bohl , P.L. Siklos // Bundesbank. Mimeo. – 2003. – 14 p.

157. Cecchetti S. Legal structure, financial structure and the monetary policy transmission mechanism [Text] / S. Cecchetti // National Bureau of Economic Research. Working Paper. 1999. – № 7151. – P. 1-3.

158. De Broeck M., Krajnyak K., Lorie1 H. Explaining and Forecasting the Velocity of Money in Transition Economies, with Special Reference to the Baltics, Russia and other Countries of the Former Soviet Union [Text] / M. De Broeck, K.Krajnyak, H. Lorie1 // IMF Working Paper. – International Monetary Fund, 1997. – №108. – 46 p.

159. De Fiore F. The transmission of monetary policy in Israel [Text] / F. De Fiore / International Monetary Fund // Working Paper, 1998. – № 98/114.



160. Eckhard H., Schoder C. Interest rates, distribution and capital accumulation – A Post-Kaleckian perspective on the US and Germany [Text] / H. Eckhard, C. Schoder // MPRA Paper. – 2009. - № 18223. – 28 p.

161. Ehrmann, Michael, and Marcel Fratzscher. Communication by Central Bank Committee Members: Different Strategies, Same Effectiveness? [Text] / Ehrmann, Michael, and Marcel Fratzscher // Journal of Money, Credit, and Banking. – 2007. – № 39. – 509-541 p.

162. Eijffinger S. Central bank transparency and central bank communication: Editorial introduction [Text] / S. Eijffinger, J. de Haan, K. Rybiński // European Journal of Political Economy. – 2007. - № 23. – P. 1-8

163. Eijffinger, S. Geraats P. How Transparent Are Central Banks? [Text] / S. Eijffinger, P. Geraats // European Journal of Political Economy. – 2006. – № 22(1). – P. 1-21.

164. Erceg, Ch.J., Levin, A.T., Optimal Monetary Policy with Durable and Non-Durable Goods [Text] / Ch.J. Erceg, A.T. Levin - Journal of Monetary Economics, 53(7), 1341.1359.

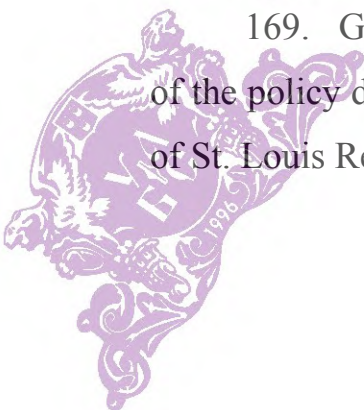
165. Faia, E. Monacelli, T. Optimal interest rate rules, asset prices, and credit frictions [Text] / E. Faia, T. Monacelli // Journal of Economic Dynamics and Control. – 2007. – vol. 31(10). – P 3228-3254

166. Friedman M. and Friedman R. Two lucky people: Memories. – Chicago: the University of Chicago Press, 1998 (228 p.)

167. Goodhart C. EMU and the MTM [Text] / C. Goodhart // Executive summary, Bank of England, 2003.

168. Goodhart C. What should central bank do? [Text] / C. Goodhart // The Economic Journal. – 1994. – № 104. – P. 1424-1436.

169. Goodhart, C. Monetary policy transmission lags and the formulation of the policy decision on interest rates [Text] / C. Goodhart, Federal Reserve Bank of St. Louis Review. – 2001. – № 83(4). – P. 165-181.



170. Holmsen, A. Communicating monetary policy intentions: The case of Norges Bank. [Text] / A. Holmsen, Qvigstad, J. F., Øistein Røisland / Norges Bank Working Paper. K: 2008. – 20 p.

171. Issing O. Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First Century [Text] / O Issing // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. – 2005. - № 87 (2, Part 1). – P. 65-83.

172. Klaus A. Optimal Monetary Policy with Imperfect Common Knowledge [Text] / A. Klaus. – CEPR Discussion Paper: Centre for Economic Policy Research. – 2004. – № 4594. – 43 p.

173. Kumo, W. L. Financial crisis and the credit channel of monetary transmission [electronic source] / W. L. Kumo. – Mode of access: www.americanchronicle.com/articles/view/83446

174. Kuttner K.N., Mosser P.C. The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions// Federal Reserve Bank of New York, Economic Review. 2002. № 8 (1). P. 15-24.

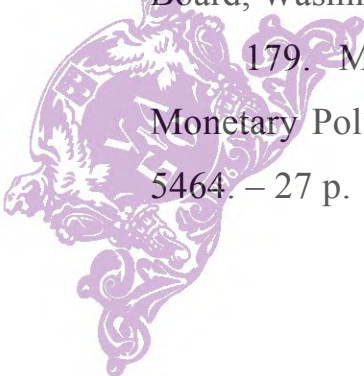
175. McCallum B. Analysis of the monetary transmission mechanism [Text]: methodological issues/ B. McCallum / NBER // Working Paper, 1999. – № 7395.

176. Meltzer A. H. Monetarism [Electronic resource] / A. H. Meltzer // The Concise Encyclopedia of Economics – Electronic text data. – Indianapolis: Liberty Fund, Inc, [199–]. – Mode of access: <http://www.econlib.org/library/Enc/>

177. Mishkin, F. S. Can Central Bank Transparency Go Too Far? [Text] / F. S. Mishkin, NBER Working Paper. – 2004. – № 10829. – 43 p.

178. Mishkin F.S. Housing and the Monetary Transmission Mechanism [Text] / F.S. Mishkin // Finance and Economic Discussion Series: Federal Reserve Board, Washington. – 2007. – № 40. – 55 p.

179. Mishkin F. The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy [Text] / F. S. Mishkin // NBER Working Paper. – 1996. – № 5464. – 27 p.



180. Mishkin F. S. Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here? [Text] / F. S. Mishkin // NBER Working Paper. – National Bureau of Economic Research, Inc, 1999. – № 12515.– 44p.

181. Monetary policy [Electronic source]. – Mode of access: <http://www.ecb.int/mopo/html/index.en.html>

182. Monetary Policy Report to Congress [Electronic source]. – 2011. – March, 1. – Mode of access: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20110301_mprfullreport.pdf

183. Monthly Report on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet [Electronic source]. – 2011. – March. – Mode of access: <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monthlyclbsreport201103.pdf>

184. Obstfeld, M., Rogoff K. The mirage of fixed exchange rates [Text] / M. Obstfeld, K. Rogoff // Journal of Economic Perspectives. – American Economic Association, 1995. – vol. 9(4). – P. 73-96.

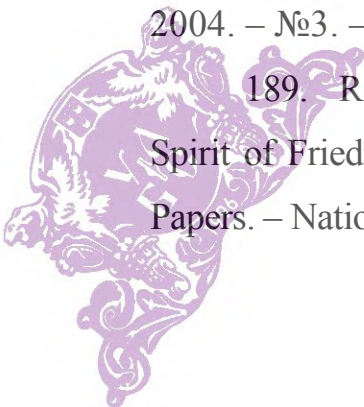
185. Peersman G., Smets F. The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis [Text] / G. Peersman, F. Smets // ECB Working Paper. – European Central Bank, 2001. – № 91. – 29 p.

186. Peter N. The monetary transmission mechanism [Text] / N. Peter // Ireland Boston College and NBER, October 2005.

187. Piontkovsky R. Dollarisation, Inflation Volatility and Underdeveloped Financial Markets in Transition Economies [Text] / R. Piontkovsky // EERC Working Paper Series. – EERC Research Network, Russia and CIS, 2003. – №03–02e. – 28 p.

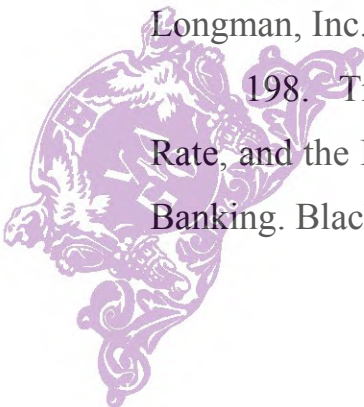
188. Pruteanu A. The Role of Banks in the Czech Monetary Policy Transmission Mechanism [Text] / A. Pruteanu //CNB Working Paper Series – 2004. – №3. – 43p.

189. Romer C., Romer D. Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz [Text] / C. Romer, D. Romer // NBER Working Papers. – National Bureau of Economic Research, Inc., – 1990. – №2966. – 45 p.



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

190. Rudebusch G. Do measures of monetary policy in a VAR make sense? [Text] / G. Rudebusch // Federal Reserve Bank of San Francisco. 1997. June.
191. Rudebusch, G., Williams J. C. Revealing the Secrets of the Temple: The Value of Publishing Interest Rate Projections [Text] / G. Rudebusch, J. C. Williams, .NBER Working Paper. – 2006. - №. 12638. – 32 p.
192. Ryszard Kokoszcyński, Tomasz Łyziak, Ewa Wróbel, Structural factors in modern theories of the monetary transmission mechanism [Electronic text] / Kokoszcyński R., Łyziak T., Wróbel E. - Paper for the National Bank of Poland conference on .Structural reforms and monetary policy., Falenty, 24 . 25.10.2002. – Mode of access: www.nbp.pl/konferencje/falenty2002/pdf_en/rktlew.pdf
193. Smant, D. Bank credit in the transmission of monetary policy: A critical review of the issues and evidence [Text] / D. Smant // MPRA Paper. - University Library of Munich, 2002. - № 19816. – 32 p.
194. Stock J. H., Watson M. W. Vector Autoregressions [Text] / J. H. Stock, M. W. Watson // Journal of Economic Perspectives. – 2001. – Vol.15, № 4. – P. 101–115.
195. Summary of Commentary on Current Economic Conditions by Federal Reserve District [Electronic source]. – 2011. – March, 2. – Mode of access: <http://www.federalreserve.gov/fomc/beigebook/2011/>
196. Taylor J. B. The monetary transmission mechanism: An empirical framework [Text] / J. B. Taylor // Journal of Economic Perspectives. – 1995.– №9. – P. 11–26
197. The Economics of Money, Banking, and Financial Markets [Text]: монографія / F.S. Mishkin. - 5th ed. - Reading, Massachusetts : Addison Wesley Longman, Inc., 1995. - xxxv, 792 p. - ISBN 0-321-01440-5.
198. Tristani, O. Model Misspecification, the Equilibrium Natural Interest Rate, and the Equity Premium [Text] / O. Tristani // Journal of Money, Credit and Banking. Blackwell Publishing: 2009. – vol. 41(7). – P. 1453-1479



199. Vergara-Alert C. The Term Structure of Interest Rates in an Equilibrium Economy with Short Term and Long Term Investments [electronic resource] / C. Vergara-Alert: EFA2009 Bergen Meetings Paper. – Mode of access: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstractid=1343970>

200. Wilhelmsen, B. R. Monetary policy predictability in the euro area: an international comparison [Text] / B. R. Wilhelmsen, A. Zaghini. – Working Paper: Norges Bank, 2005. – № 7. – 28 p.

201. Woodford, M. Central Bank Communication and Policy Effectiveness [Text] / M. Woodford / paper presented at FRB Kansas City Symposium on “Greenspan Era: Lessons for the future,” Jackson Hole, Wyoming, August 25-27, 2005

202. Woodford, M. The Fed’s “Enhanced” Communication Strategy: Work in Progress [Text] / M. Woodford / ASSA Meeting, New Orleans, January 5, 2008. – Mode of access: <http://www.columbia.edu/~mw2230/>



ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця А.2.1

Результати тесту на знаходження причинно-наслідкових зв'язків на попередньому етапі

Гіпотеза	Кількість лагів							
	1	2	3	4	5	6	7	8
inbu не впливає на imbkr				5%				
imbkr не впливає на inbu								
imbkr не впливає на likv								
likv не впливає на imbkr								
vmbkr не впливає на imbkr						1%	1%	1%
imbkr не впливає на vmbkr			1%	2%	4%	1%	1%	1%
likv не впливає на inbu								
inbu не впливає на likv								
vmbkr не впливає на inbu					1%			
inbu не впливає на vmbkr	7%	6%						
vmbkr не впливає на likv								
likv не впливає на vmbkr								

Таблиця А.2.2.

Результати тесту на знаходження причинно-наслідкових зв'язків між монетарними умовами та процентними ставками і обсягами кредитування комерційних банків (І етап)

Гіпотеза	Кількість лагів							
	1	2	3	4	5	6	7	8
i2 не впливає на i1								
i1 не впливає на i2		1%	1%	1%				
imbkr не впливає на i1								
i1 не впливає на imbkr								
likv не впливає на i1						1%	1%	1%
i1 не впливає на likv								
v1 не впливає на i1								
i1 не впливає на v1								
v2 не впливає на i2								
i2 не впливає на v2								
imbkr не впливає на i2	3%							
i2 не впливає на imbkr		1%						
likv не впливає на i2	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
i2 не впливає на likv								
v1 не впливає на i2	2%							
i2 не впливає на v1								



Продовження додатку А

Таблиця А.2.3.

Результати тесту на знаходження причинно-наслідкових зв'язків між показниками фінансового сектору та реальним економічним зростанням (ІІтап)

Гіпотеза	Кількість лагів							
	1	2	3	4	5	6	7	8
уг не впливає на і		2%	2%	2%	1%	1%	2%	2%
і не впливає на уг	1%	2%	4%	7%				
уг не впливає на іас						5%		7%
іас не впливає на уг								
уг не впливає на ір	5%							
ір не впливає на уг	1%	7%	1%	3%	6%			
уг не впливає на І	1%							1%
І не впливає на уг				1%	1%	1%	1%	1%
уг не впливає на rfts								
rfts не впливає на уг								
уг не впливає на геок								4%
геок не впливає на уг	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%

Таблиця А.2.4.

Результати тесту на знаходження причинно-наслідкових зв'язків між показниками фінансового сектору та інфляцією (ІІ етап)

Гіпотеза	Кількість лагів							
	1	2	3	4	5	6	7	8
ір не впливає на і								
і не впливає на ір								
ір не впливає на іас								
іас не впливає на ір								
І не впливає на ір		10%	1%	1%	1%	1%	1%	
ір не впливає на І								
неок не впливає на ір	1%	1%	3%	7%				
ір не впливає на неок								
rfts не впливає на ір	9%							
ір не впливає на rfts								
уг не впливає на ір	5%							
ір не впливає на уг	1%	1%	1%	3%	6%			1%



Продовження додатку А

Таблиця А.2.5.

Результати тесту на знаходження причинно-наслідкових зв'язків між показниками фінансового сектору та інвестиціями (II етап)

Гіпотеза	Кількість лагів							
	1	2	3	4	5	6	7	8
inv не впливає на і						1%	2%	3%
і не впливає на inv								
inv не впливає на іас								
іас не впливає на inv								
inv не впливає на І	10%		9%					
І не впливає на inv			1%	1%	1%	2%	2%	4%
inv не впливає на pfts								
pfts не впливає на inv								
inv не впливає на ірм								
ірм не впливає на inv			7%		2%	3%	3%	5%

Таблиця А.2.6.

Результати тесту на знаходження причинно-наслідкових зв'язків між показниками фінансового сектору та кінцевими витратами домогосподарств (II етап)

Гіпотеза	Кількість лагів							
	1	2	3	4	5	6	7	8
і не впливає на сcost			4%	5%				
сcost не впливає на і								
іас не впливає на сcost								
сcost не впливає на іас								
ір не впливає на сcost		7%	10%		5%		5%	5%
сcost не впливає на ір								
І не впливає на сcost								
сcost не впливає на І			2%	1%	2%	4%		3%
pfts не впливає на сcost								
сcost не впливає на pfts								



Продовження додатку А

Таблиця А.2.7.

Результати тесту на знаходження причинно-наслідкових зв'язків між показниками фінансового сектору та чистим експортом (II етап)

Гіпотеза	Кількість лагів							
	1	2	3	4	5	6	7	8
і не впливає на ехр								
ехр не впливає на і								
l не впливає на ехр				5%	5%	3%	5%	
ехр не впливає на l	7%			2%	1%	1%	1%	1%
геок не впливає на ехр								
ехр не впливає на геок		6%	4%		2%	4%	1%	1%
od не впливає на ехр	8%							
ехр не впливає на od		10%						



Державний вищий навчальний заклад
 «УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ»
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ



ПІВНІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО
ДЕРЖАВНИЙ ОЩАДНИЙ БАНК УКРАЇНИ
 ФІЛІЯ - СУМСЬКЕ ОБЛАСНЕ УПРАВЛІННЯ

Голові спеціалізованої вченої ради
 Української академії банківської справи
 Національного банку України
 д.е.н., проф. Єпіфанову А.О.

04.01.2011р №01-14/3

ДОВІДКА

про впровадження результатів наукового дослідження

Фахівцями філії-Сумське обласне управління ВАТ „Ощадбанк” було розглянуто результати наукового дослідження Щербини Тетяни Володимирівни «Передавальний механізм грошово-кредитної політики у відкритій економіці», підготовленого для захисту дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Окремі положення дисертаційної роботи, що стосуються взаємозв'язку між процентними ставками та обсягами кредитування, зокрема у частині, де розглядається ефективність процентної політики банку та необхідність запровадження підходу до управління прибутковістю із врахуванням дохідності кредитно-депозитних операцій для усіх груп клієнтів, використовуються при роботі з метою удосконалення механізмів управління банком, шляхом впровадження засад клієнторієнтованого підходу.

Начальник облуправління



О.В Радченко

40030, Україна, м. Суми, вул. Горького, 32
 тел.: (0542) 679-525, факс: (0542) 675-627. E-mail: office@sberbank.sumy.ua





НАЦІОНАЛЬНИЙ БАНК УКРАЇНИ

УПРАВЛІННЯ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ
В СУМСЬКІЙ ОБЛАСТІ

40000, м. Суми, вул. Кірова, 21, тел. (0542) 67-56-09, телетайп 174115, факс 67-56-10

24.01.2011 № 12-012/328

Голові спеціалізованої вченої ради

Української академії банківської справи

Національного банку України

д.е.н., проф. Єніфанову А.О.

На № _____

ДОВІДКА

про впровадження результатів наукового дослідження

Управлінням НБУ в Сумській області розглянуто результати наукового дослідження Щербини Тетяни Володимирівни «Передавальний механізм грошово-кредитної політики в умовах відкритої економіки», підготовленого для захисту дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Результати даного дослідження використовуються при роботі по удосконаленню методичних підходів до визначення впливу грошово-кредитного інструментарію на окремі економічні процеси. Зокрема, в практичній діяльності застосовуються:

- пропозиції дисертанта щодо визначення складових механізму комунікаційної політики для удосконалення реалізації інформативної функції з метою покращення поінформованості суб'єктів банківської системи щодо напрямків монетарної стратегії;
- розроблені науково-методичні підходи до визначення структури та дослідження функціонування каналів передавального механізму грошово-кредитної політики;
- одержані в ході дослідження рекомендації щодо можливих напрямів реалізації комунікаційної політики, включаючи публікацію прогностичних значень ключових параметрів фінансового середовища та аналізу виконання попередніх прогнозів у тій частині, що знаходиться під прямим впливом заходів грошово-кредитного регулювання.

Начальник управління Національного банку
в Сумській області

О.В. Фоменко





ПРОМІНВЕСТБАНК
PSC PROMINVESTBANK

ФІЛІЯ "ВІДДІЛЕННЯ ПАТ ПРОМІНВЕСТБАНК В М.СУМИ"

№ 01-01

від "25" січня 2011 р.

Голові спеціалізованої вченої ради
Української академії банківської справи
Національного банку України
д.е.н., проф. Єпіфанову А.О.

ДОВІДКА

про впровадження результатів наукового дослідження

Фахівцями філії «Відділення ПАТ Промінвестбанк в м. Суми» було розглянуто результати наукового дослідження Щербини Тетяни Володимирівни «Передавальний механізм грошово-кредитної політики в умовах відкритої економіки», підготовленого для захисту дисертації на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит.

Окремі положення дисертаційної роботи, які стосуються взаємозв'язку між каналами передавального механізму грошово-кредитної політики, зокрема у частині, де розглядається ефективність та формування процентної політики банку, можливість регулювання прибутковості депозитно-кредитних операцій із врахуванням їх дохідності для клієнтів, використані при роботі по удосконаленню механізмів управління філії, шляхом впровадження засад клієнторієнтованого підходу до регулювання потоків задучених та наданих фінансових ресурсів в філії ПАТ Промінвестбанк.

Директор філії

«Відділення ПАТ Промінвестбанк в м. Суми»



Д. Лукін

ПУБЛІЧНЕ АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО
"АКЦІОНЕРНИЙ КОМЕРЦІЙНИЙ
ПРОМИСЛОВО-ІНВЕСТИЦІЙНИЙ БАНК"
Філія "Відділення ПАТ Промінвестбанк в м. Суми"
вул. Кірова, 20, м. Суми, 40030, Україна
Tel.: (0548) 601839, Факс: (0548) 601850,
E-mail: info.usa0@pib.ua www.pib.com.ua

PUBLIC STOCK COMPANY
"JOINT-STOCK COMMERCIAL
INDUSTRIAL & INVESTMENT BANK"
PSC Prominvestbank Branch in Sumy
20, Kirova St., Sumy, 40030, Ukraine
Tel.: (0548) 601839, Fax: (0548) 601850,
E-mail: info.usa0@pib.ua www.pib.com.ua

