

НАУКОВО-ДОСЛІДНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ ІНСТИТУТ
МІНІСТЕРСТВА ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

На правах рукопису

ЛЕПУШИНСЬКИЙ ВОЛОДИМИР ОЛЕКСАНДРОВИЧ

УДК 336.74

НАУКОВО-МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ ОЦІНКИ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТІ
ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук

Науковий керівник:
кандидат економічних наук
Щукін Борис Миколайович

Київ – 2009

ЗМІСТ

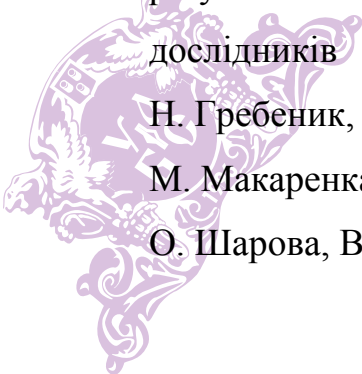
ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ВИЗНАЧЕННЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ	11
1.1. Сутність, цілі та результативність грошово-кредитної політики.....	11
1.2. Монетарний режим та трансмісійний механізм як умови досягнення результативності грошово-кредитної політики	29
1.3. Методичні аспекти дослідження результативності грошово-кредитної політики.....	55
РОЗДІЛ 2. РОЗГЛЯД РЕЗУЛЬТАТИВНОСТІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ	77
2.1. Специфіка аналізу результативності грошово-кредитної політики Національного банку України на різних етапах економічного розвитку України	77
2.2. Властивості монетарної трансмісії як релевантні фактори впливу на результативність грошово-кредитної політики в Україні.....	104
2.3. Методичні підходи до визначення та оцінки результативності грошово-кредитної політики.....	121
РОЗДІЛ 3. ОЦІНКА ТА ПРОПОЗИЦІЇ ЩОДО ПІДВИЩЕННЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ... ..	147
3.1. Оцінка розвитку трансмісійного механізму в економіці України	147
3.2. Сценарний розрахунок результативності монетарної політики у збалансуванні економіки України	172
3.3. Напрямки підвищення результативності монетарної політики	188
ВИСНОВКИ.....	199
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	203
ДОДАТКИ	227



ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Метою економічної політики держави є забезпечення економічного зростання, підвищення рівня зайнятості та стандартів життя. Відповідно і результативність грошово-кредитної політики як невід'ємної складової економічної політики має визначатися її сприянням у досягненні цих цілей. Дана результативність значною мірою залежить від правильного розуміння механізмів взаємодії між монетарним та реальним секторами економіки, і, відповідно, адекватного використання інструментів грошово-кредитного регулювання. Адекватний вибір і реалізація цілей грошово-кредитної політики, її операційної структури та інструментів визначається ступенем розвитку трансмісійного механізму, завдяки якому монетарний імпульс передається в реальний сектор економіки. Саме дієвістю різних каналів монетарної трансмісії в економіці в кінцевому підсумку визначається потенціал грошово-кредитної політики у регулюванні макроекономічних процесів.

Вагомий внесок у дослідження ролі грошово-кредитної політики в макроекономічному регулюванні зробили такі зарубіжні вчені, як: Р. Баро, Б. Бернарке, А. Бліндер, С. Герлах, К. Еванс, М. Ейхенбаум, Дж. Кейнс, К. Крістіано, Б. Маккалум, Ф. Мишкін, К. Рогофф, Т. Сарджент, К. Сімс, Дж. Тейлор, Д. Торнтон, А. Філіпс, Е. Фелпс, М. Фрідман та інші. Хоча дослідження вказаних авторів є достатньо численними, але їх результати не можуть прямо бути застосовані до специфіки української економіки, бо особливістю країн, що розвиваються, є наявність постійних структурних змін, що вимагає перегляду уявлень про дію механізму монетарної трансмісії для результативної реалізації грошово-кредитної політики. Серед вітчизняних дослідників цієї проблеми слід назвати А. Гальчинського, В. Гейця, Н. Гребеник, А. Гриценко, О. Дзюблюка, Т. Кричевську, В. Лисицького, М. Макаренка, О. Мороза, С. Ніколайчука, М. Савлука, В. Стельмаха, А. Чухна, О. Шарова, В. Ющенко та інших.



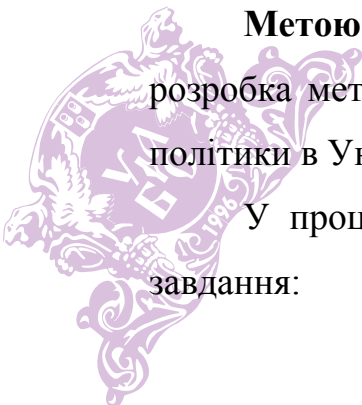
Незважаючи на наявність суттєвого наукового доробку у даному напрямку, на сьогодні в науковій літературі немає усталеного та комплексного бачення відносно необхідної спрямованості та механізмів впливу монетарної політики на реальний сектор економіки. Це визначає потребу у формалізації концептуальних засад результативності грошово-кредитної політики та її необхідних умов, поглиблення науково-методичної бази дослідження монетарного трансмісійного механізму.

Усе вищесказане й обумовило вибір теми, об'єкта, мети дослідження, її актуальність, сформувало структуру дисертаційної роботи.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Обраний напрямок дисертаційного дослідження є складовою науково-дослідних тем і розробок, над якими працюють науковці Науково-дослідного економічного інституту Міністерства економіки України. Наукові результати, теоретичні положення та висновки дисертаційного дослідження були використані при розробці наукових тем: “Удосконалення методичних рекомендацій з прогнозування основних макроекономічних показників на коротко- і середньостроковий період у методології Системи національних рахунків (СНР)” (номер державної реєстрації 0107U010868) та “Розроблення багатофакторної моделі з прогнозування індексу споживчих цін та індексу цін виробників на коротко- та середньостроковий період” (номер державної реєстрації 0108U006075). До звітів за даними науково-дослідними роботами включено пропозиції автора щодо розробки нових та удосконалення методичних підходів до прогнозування монетарних показників та індексів інфляції за допомогою розробленої моделі, що враховує особливості монетарного трансмісійного механізму в економіці України.

Метою дослідження є розвиток теоретико-методологічних засад та розробка методичних підходів до оцінки результативності грошово-кредитної політики в Україні.

У процесі даного дослідження було поставлено та вирішено наступні завдання:



- дослідити поняття “результативність грошово-кредитної політики”;
- розкрити роль монетарного режиму та трансмісійного механізму в досягненні результативності грошово-кредитної політики;
- проаналізувати методичні аспекти дослідження результативності грошово-кредитної політики;
- проаналізувати результативність грошово-кредитної політики на різних етапах розвитку економіки України;
- дослідити характерні специфічні властивості монетарної трансмісії, які є релевантними для результативності грошово-кредитної політики в Україні;
- сформулювати методичні підходи до визначення оцінки результативності грошово-кредитної політики;
- оцінити рівень розвитку механізму монетарної трансмісії в Україні як умови забезпечення результативності грошово-кредитної політики;
- оцінити можливості грошово-кредитної політики у збалансуванні економіки України у періоди економічного зростання та під час кризи;
- запропонувати практичні рекомендації щодо розвитку механізму монетарної трансмісії з метою підвищення результативності грошово-кредитного регулювання.

Об’єктом дослідження є процеси реалізації грошово-кредитної політики в регулюванні макроекономічних процесів вітчизняної економіки.

Предметом дослідження є науково-методичні підходи та рекомендації щодо оцінки результативності грошово-кредитної політики.

Методи дослідження. У процесі дослідження використовувалися такі наукові методи: історичний та логічний – при розгляді еволюції поглядів на цілі монетарної політики та дію механізму монетарної трансмісії та його каналів, практики застосування різних монетарних режимів та їх переваг на певних етапах розвитку економіки; статистичні методи та методи графічного аналізу – при розгляді політики Національного банку України; аналогії – при вивченні закордонного досвіду; при моделюванні дії каналів монетарної трансмісії та

задоволення попиту на гроші – економіко-математичні методи, зокрема методи регресійного аналізу та інструментарій підходу векторних авторегресій.

Інформаційна база дослідження включає законодавчі та нормативні акти з питань функціонування та регулювання грошово-кредитного, фондового та валютного ринків, довідкові та статистичні дані НБУ, Держкомстату, аналітичні та статистичні матеріали МВФ, Світового банку, Національного бюро економічних досліджень США, матеріали центральних банків інших країн світу, вітчизняні та зарубіжні періодичні видання та монографії, зарубіжних статистичних агентств.

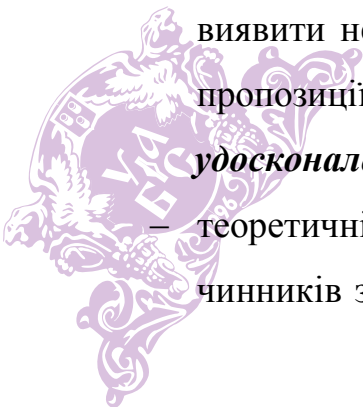
Наукова новизна одержаних результатів полягає в розвитку відомих та розробці нових науково-методичних підходів до оцінки результативності грошово-кредитної політики у впливі на реальний сектор економіки України і цінову динаміку та розробці практичних рекомендацій щодо оптимізації дії механізму монетарної трансмісії:

вперше:

- визначено і обґрунтовано існування на грошово-кредитному ринку явища раціонування кредиту, що свідчить про переважаючу дію кредитного каналу при передачі регулюючих імпульсів грошово-кредитної політики до реального сектора економіки та, відповідно, зумовлює необхідність переважного врахування кількісних параметрів грошової пропозиції при реалізації монетарної політики;
- обґрунтовано доцільність використання як показника, що характеризує спрямованість монетарної політики, банківську ліквідність, який додатково до показника ціни банківських резервів дозволяє виявити основні характеристики і принципи функціонування міжбанківського ринку та виявити незначну задіяність відсоткових ставок у збалансуванні попиту та пропозиції на кредитні ресурси;

удосконалено:

- теоретичні підходи до систематизації інституційних та структурних чинників зниження результативності грошово-кредитної політики на основі

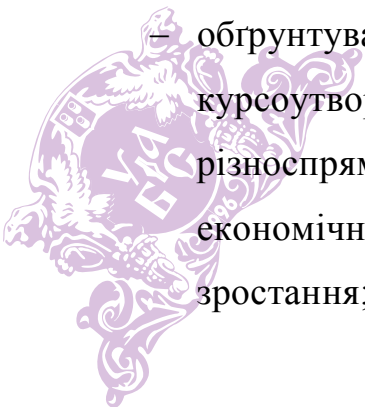


розгляду тієї асиметричності та невизначеності, яку вони привносять в дію монетарної трансмісії;

- методичні підходи до дослідження монетарної трансмісії за допомогою побудови VAR моделей, в яких, на відміну від існуючих, розглядається не лише окремий вплив показника, що відображає направленість монетарної політики (відсоткова ставка або валютний курс) на спектр фінансових та макроекономічних показників, але й взаємний вплив відсоткової ставки, обсягу кредиту та валютного курсу, що дозволило виявити характерні риси дії каналів монетарної трансмісії, а також продемонструвати дію грошово-кредитної політики на реальний сектор економіки через зміну зазначених показників;

набули подальшого розвитку:

- економічний зміст поняття “результативність грошово-кредитної політики”, яке слід розуміти як її здатність підтримувати збалансований економічний розвиток, в тому числі за рахунок задоволення попиту на гроші, створювати умови для досягнення цілей макроекономічної політики. Відповідно, однією з необхідних умов, які визначають результативність грошово-кредитної політики та межі її дієвого застосування, визначено ступінь розвитку механізму монетарної трансмісії та адекватність монетарного режиму відносно рівня розвитку економіки;
- емпіричні підходи до дослідження впливу грошово-кредитного регулювання на окремі макроекономічні процеси (компоненти ВВП та інфляцію), зокрема отримано підтвердження впливу показників кредитної активності на чистий експорт, що свідчить про високий потенціал грошово-кредитної політики у збалансуванні платіжного балансу;
- обґрунтування необхідності застосування механізму гнучкого курсоутворення за допомогою проілюстрованої в сценарних розрахунках різноспрямованості дії валютного курсу на показники реального економічного зростання;

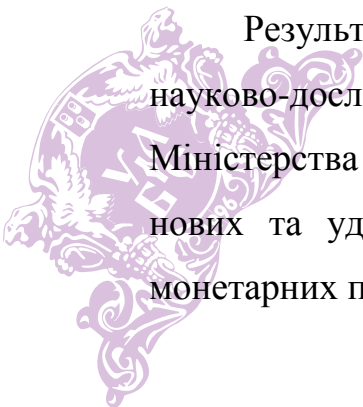


- підходи до прогнозування та оцінки можливостей грошово-кредитної політики у збалансуванні економіки України за допомогою симулятивних розрахунків з використанням VAR моделей, які враховують також вплив показників бюджетної сфери. Продемонстровано достатньо високий потенціал грошово-кредитної політики у збалансуванні економічного розвитку в умовах висхідної економічної динаміки. На відміну від існуючих підходів, розглянуто можливості по збалансуванню економіки в умовах фінансово-економічної кризи, продемонстровано їх значну обмеженість з огляду на недовірливість монетарної трансмісії;
- обґрунтування доцільності переходу до режиму монетарної політики, першочерговою метою якого буде забезпечення цінової стабільності. Такий режим має бути більш гнучким за режим інфляційного таргетування, оскільки має враховувати перспективний розвиток економічних процесів у комплексі, не обмежуючись прогнозом інфляції. Застосування запропонованого режиму дозволить грошово-кредитному регулюванню формувати інфляційні очікування, які достатньо сильно проявляють свій вплив на економічні процеси, що було підтверджено розрахунками.

Практичне значення одержаних результатів полягає у використанні теоретичних узагальнень, методичного забезпечення та висновків дисертаційної роботи в діяльності органів державної влади й управління та науково-дослідних установ.

Обґрунтовані теоретичні висновки та розроблені практичні рекомендації можуть бути використані при розробленні заходів грошово-кредитної політики, підготовці аналітичних матеріалів щодо розвитку фінансового та реального секторів економіки та здійсненні макроекономічного прогнозування.

Результати, отримані в дисертаційній роботі, використовуються в науково-дослідній роботі Науково-дослідного економічного інституту Міністерства економіки України (довідка від 25.11.2009 № 3/466) при розробці нових та удосконаленні існуючих методичних підходів до прогнозування монетарних показників та індексів інфляції.

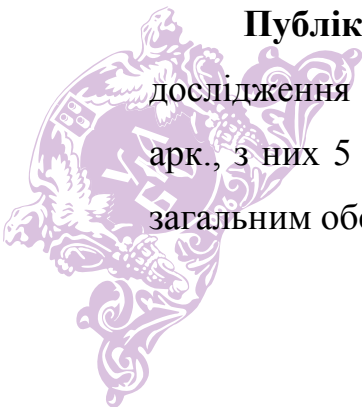


Також результати дослідження застосовуються в діяльності Національного банку України при підготовці прогнозів показників монетарної сфери (довідка від 25.11.2009 № 14-016/5584) та Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку при підготовці аналітичних матеріалів щодо розвитку процесів та тенденцій на фондовому ринку України (довідка від 21.01.2010 № 07/692).

Особистий внесок здобувача. Усі наукові результати, здобуті та викладені дисертації, отримані автором особисто. Опубліковані праці відображають основні положення проведеного дослідження.

Апробація результатів дисертації. Основні положення та результати проведених досліджень обговорювались на VIII Всеукраїнській науково-практичній конференції “Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України” (м. Суми, 2005 р., 2007 р.); Міжнародному семінарі “Операційна монетарна політика” (Нідерланди, м. Амстердам, 2007 р.); VI Міжнародній науково-практичній конференції “Актуальні проблеми і перспективи розвитку економіки України” (м. Алушта, 2007 р.); Міжнародній науково-практичній конференції “Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків” (м. Черкаси, 2007 р.); II Міжнародній науково-практичній конференції “Проблеми вибору ефективної грошово-кредитної політики в умовах перехідної економіки” (Білорусь, м. Мінськ, 2008 р.), Міжнародному семінарі “Реалізація монетарної політики” (Німеччина, м. Франкфурт, 2008 р.), IV Міжнародній науково-практичній конференції “Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика” (м. Суми, 2009 р.); IV Міжнародній науково-практичній конференції “Інтеграція України у європейський та світовий фінансовий простір” (м. Львів, 2009 р.).

Публікації. Основні положення, найважливіші результати та висновки дослідження висвітлено в 15 наукових працях загальним обсягом 5,35 друк. арк., з них 5 розділів у монографіях та 6 статей у фахових наукових виданнях загальним обсягом 4,35 др. арк.



Обсяг і структура роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел із 223 найменувань і 1 додатка. Робота виконана на 202 сторінках друкованого тексту, містить 12 таблиць, 74 рисунки.



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

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

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ВИЗНАЧЕННЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ

1.1. Сутність, цілі та результативність грошово-кредитної політики

Питання сутності, цілей та інструментів грошово-кредитної політики є достатньо добре розробленими, однак поняття «результативність грошово-кредитної політики» і досі не отримало чіткого визначення у економічній літературі.

Розкриття теоретичних аспектів поняття «результативність грошово-кредитної політики» вимагає вирішення наступних завдань:

дослідження еволюції цілей грошово-кредитної політики;

аналіз сучасних поглядів на роль грошово-кредитної політики та формулювання визначення її сутності;

визначення сутності «результативності» відносно поняття «грошово-кредитна політика».

Питання цілей монетарної політики та тієї ролі, яку вона має відігравати в економічній політиці держави, піднімалося багатьма науковцями, які належали до найвпливовіших, на певних етапах розвитку економічної думки, теоретичних шкіл. Різні погляди на зазначену проблему мали класична економічна теорія, кейнсіанці, монетаристи, прибічники теорії раціональних очікувань та ін.

Погляди щодо цілей монетарної політики та, відповідно, і її результативності зазнавали суттєвої еволюції з розвитком економічної думки (табл. 1.1).

Класична економічна теорія фактично ігнорувала можливість результативного проведення монетарної політики. Це твердження передусім випливає з класичного підходу, що базувався на ринковому саморегулюванні.

Гроші вважались нейтральними та не могли впливати на реальні економічні змінні. Вважалося, що пропозиція та попит обов'язково знаходяться у рівновазі на будь-якому ринковому сегменті в економіці. Отже, зміни в

грошовій пропозиції скоригують попит та пропозицію, але вже на новому рівні цін. Задачею економіста було пояснити реальні процеси, тобто проникнути за грошову «вуаль». Це твердження було висловлено ще в Д. Юмом [1], що, як вважається, дало початок «кількісній теорії» грошей. Теза щодо нейтральності грошей певною мірою підтримувалась і А.Смітом, хоча він і висував твердження про те, що поява грошей сприяла поділу праці, це певною мірою суперечить тезі про їх нейтральність [2].

Таблиця 1.1

Погляди на результативність монетарної політики з позиції представників різних економічних шкіл

Економічна школа	Історико-економічний контекст виникнення	Погляди на необхідний результат монетарної політики
Класична школа	Панування поглядів на ринкову економіку як на саморегулюючу систему. Біметалічна (пізніше – монометалічна) грошова система.	2 основні школи з протилежними поглядами. «Грошова школа»: монетарна політика має забезпечувати економіку від нестабільності шляхом обмеження грошової бази рівнем золотого покриття. «Банківська школа»: банківська система може самостійно регулювати кількість грошей в обігу, втручання держави не потрібне.
Кейнсіанство	Світова економічна криза 1929-33рр., що характеризувалось рецесією і довготерміновим безробіттям. Дж.М.Кейнс обґрунтував необхідність державного регулювання економіки.	Підтримка стабільних темпів економічного зростання. Втім, в умовах кризи попиту монетарна політика недостатньо результативна і має другорядну роль – підтримка низької ставки відсотка для забезпечення фінансування бюджетного дефіциту.
Монетаризм	З початку 1970-х років висока інфляція супроводжується безробіттям. Необхідність проведення антиінфляційної політики.	Забезпечення економічної стабільності шляхом рівномірного збільшення грошової пропозиції з урахуванням зростання випуску.
Неокласична концепція	Ті самі, що і у монетаризму.	Монетарна політика не може результативно впливати на реальну економічну динаміку, а її основна задача – забезпечення стабільності цін.
Нео-кейнсіанство	Суттєві коливання ділової активності у ринкових розвинених економіках у 1970-80рр. Прийняття постулатів про раціональність очікувань, втім, визнавалося існування короткострокового компромісу між зайнятістю та випуском.	Згладжування волатильності реального випуску та інфляції. Монетарна політика має діяти за наперед оголошеним правилом, яке виражає функцію реакції монетарних інструментів у відповідь на зміну цільових показників політики.

Грошовий обіг за умов існування змішаної паперово-металевої системи відповідно до поглядів А.Сміта, мав здатність до саморегулювання: кількість паперових грошей мала дорівнювати тій вартості золотих або срібних монет,

яку вони заміщували [3]. Випуск в обіг зайвих банкнот був не вигідний для самих банків, оскільки мав призводити збільшення витрат по їх обміну на золоту або срібну монету.

Погляди таких видатних вчених-класиків, як Ж.-Б.Сей [4], Д. Рикардо [5], Дж. Ст. Міль [6], хоча певною мірою і розходились з поглядами на природу грошей як А.Сміта, так і Д. Юма, проте також припускали їх нейтральність.

Твердження щодо відсутності взаємозв'язку між номінальними змінними (такими як грошова пропозиція та рівень цін) та реальними змінними (випуск та зайнятість) отримало назву «класичної дихотомії». Проте ці погляди економістів-класиків не були «дихотомією», скоріш стверджувалось про «нейтральність» грошей в довгостроковому періоді. Наприклад, Г. Торнтон стверджував, що грошово-кредитна емісія може мати короткостроковий ефект у вигляді посилення господарської активності [7].

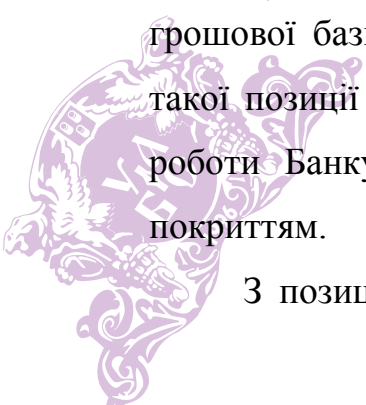
Таким чином, монетарна політика у площині активного впливу на процеси економічного розвитку авторами-класиками ігнорувалась.

З точки зору необхідності проведення монетарної політики в рамках класичної школи можна навести так звані «дебати між банківською та грошовою школами».

Представники «грошової школи» (С.Оверстоун, Р.Торрнетс) наполягали на необхідності контролю над грошовою емісією, оскільки в іншому випадку можливе виникнення інфляції. «Банківська школа» (Т.Тук, Дж.Ст. Міль), навпроти, виходила з «доктрини реальних векселів» А.Сміта, а, отже, і здатності грошового обігу до саморегулювання [8].

Отже, в рамках «грошової школи» ціллю монетарної політики визначалось забезпечення економіки від нестабільності шляхом обмеження грошової бази рівнем золотого покриття. Практичним результатом реалізації такої позиції було прийняття в Англії «Акта Піля», який визначав принципи роботи Банку Англії та дозволяв емісію банкнот лише зі 100% золотим покриттям.

З позиції «банківської школи» проведення монетарної політики взагалі



було непотрібним з огляду на можливості банківської системи до самостійного регулювання кількості грошей в обігу. Причини ж нестабільності економіки вбачались у реальних факторах [8].

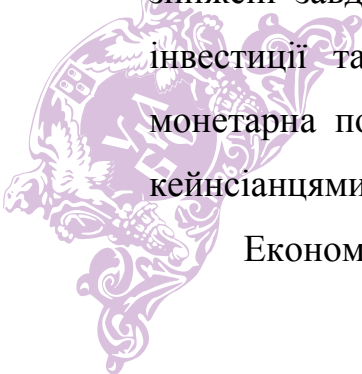
Світова економічна криза 1929-1933 років, затяжна рецесія та довготермінове безробіття, що виникло на її фоні, поставили перед економічною наукою нові запитання, на які «класична» теорія не могла дати відповідь. Переконання Дж.М.Кейнса та його послідовників у наявності вад ринкового саморегулювання вимагало переосмислення ролі економічної політики держави, в тому числі і монетарних важелів.

Завдяки припущенню про недосконалу гнучкість цін та зарплати, Дж.М.Кейнсом робиться висновок про існування альтернативи між інфляцією та безробіттям [9]. В кейнсіанській моделі монетарна політика здатна не лише визначати рівень цін, а також впливати на рівень зайнятості та випуску [10]. Цей зв'язок емпірично підтвердив А.Філіпс на прикладі існування негативної кореляції між рівнем зарплат та рівнем безробіття [11], що знайшло відображення у так званій «кривій Філіпса».

Таким чином, за Дж.М.Кейнсом результативна монетарна політика полягала у підтримці стабільних темпів економічного зростання: «якщо є місце неповній зайнятості факторів виробництва, ступінь їх використання буде пропорційно залежати від кількості грошей; якщо ж існує їх повна зайнятість, то ціни будуть змінюватись в тій же пропорції, що і кількість грошей» [12, С. 453].

Проте в періоди криз попиту, до яких схильна ринкова економіка, монетарна політика вважалась кейнсіанцями недієвою. За Кейнсом, в періоди депресії, перевага ліквідності є абсолютною, і відсоткові ставки не можуть бути знижені завдяки діям монетарної влади. Крім того, кейнсіанці вважали, що інвестиції та споживання є нееластичними за ставкою відсотка, а отже, монетарна політика, за висловлюванням М.Фрідмена, була «двічі проклята» кейнсіанцями [13, С.2].

Економісти-кейнсіанці наголошували на визначній ролі саме фіскальної



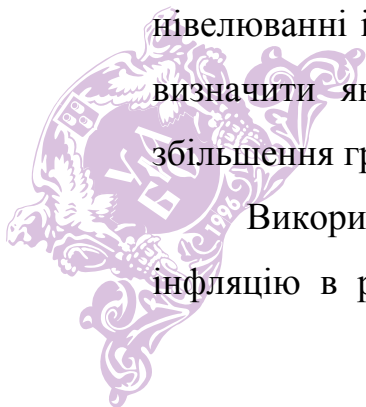
політики в ефективному стимулюванні сукупного попиту. Монетарній політиці приділялась другорядна роль, що полягала в підтриманні низького рівня відсоткових ставок для зниження платежів за борговими зобов'язаннями уряду.

Практичне застосування кейнсіанської концепції призвело до проведення центральними банками більшості країн у післявоєнний період політики «дешевих грошей», що, як вважалося, забезпечувало стабільний рівень безробіття та помірну інфляцію. Проте на початку 70-х років почала проявлятися криза макроекономічної політики, що поглибилися у зв'язку з нафтовою кризою 1973 року: зростаюча інфляція в більшості капіталістичних країн супроводжувалася зростанням рівня безробіття, що суперечило ідеї кривої Філіпса. В цей час набирають поширення ідей монетаризму, який наголошував на можливості та силі монетарної політики в приборканні інфляції.

Висновок з монетаристських моделей полягав у відсутності альтернативи між інфляцією та безробіттям в довгостроковому періоді. Ці ідеї знайшли відображення в теоретичних підходах М.Фрідмена [14] та Е.Фелпса [15], які вони розробили незалежно один від одного. Монетаристи заперечували можливість монетарного стимулювання економіки, бо такі заходи мали тимчасовий ефект. При цьому, якщо кейнсіанці концентрували свою увагу на відсоткових ставках для дослідження монетарної політики, монетаристи у своєму аналізі використовували кількісні показники грошової пропозиції. Втім, це не означає, що «Фрідмен ігнорує роль відсоткових ставок, а говорить лише про те, що він абстрагується від них, залишаючи поза увагою першочергові ефекти і концентрує свою увагу на довгостроковій рівновазі» [16, С. 191].

Мета монетарної політики, згідно з підходом монетаристів, полягала в нівелюванні інфляції [14, 17, 18, 19]. Результативність її, в такому разі, можна визначити як забезпечення економічної стабільності шляхом рівномірного збільшення грошової пропозиції з урахуванням зростання випуску.

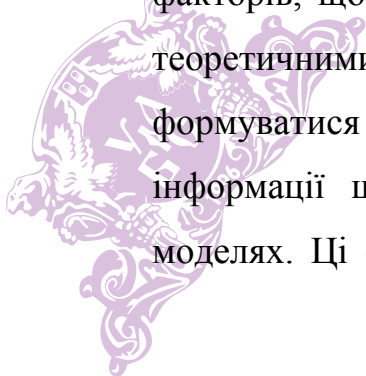
Використання монетаристської концепції дозволило приборкати інфляцію в розвинутих ринкових країнах. Крім того, підходи, засновані на



монетаристській теорії, допомогли приборкати гіперінфляцію в багатьох перехідних економіках наприкінці минулого сторіччя. Проте критики монетаризму стверджують, що застосування його постулатів на практиці не дозволяло використовувати монетарні стимули для пожвавлення економічної динаміки в періоди спадів ділової активності, що спричинило низку кризових явищ в багатьох економіках в 80-90 роках минулого сторіччя [20].

Неокласична концепція повернулася до твердження про саморегульованість ринку та висунула припущення щодо існування раціональних очікувань у економічних суб'єктів. Під раціональністю очікувань мається на увазі, що суб'єкти ринку, оцінюючи майбутній економічний розвиток, використовують всю наявну на даний час інформацію найбільш ефективним шляхом. Неокласики говорять про те, що економічні агенти мають доступ до тієї ж інформації, на основі якої приймаються рішення щодо монетарної політики. Відповідно, вони можуть передбачити майбутні дії монетарної влади та пристосувати до них свої інфляційні очікування. Отже, заробітна плата та ціни є достатньо гнучкими, що заперечує навіть короткостроковий вплив грошової пропозиції на зайнятість та випуск, тобто можливість використовувати альтернативу між зайнятістю та інфляцією в стабілізаційній політиці. Будь-які спроби проведення державою стабілізаційної політики нівелюватимуться завдяки передбаченню суб'єктами ринку дій влади [21, 22, 23]. Таким чином, монетарна політика також вважалась малорезультативною у впливі на реальну економічну динаміку, а її основною ціллю визначалось забезпечення стабільності цін.

Однак масштаби та періодичність економічних коливань у розвинутих ринкових країнах у 70-80 роках XX сторіччя продемонстрували існування факторів, що обмежують гнучкість зарплати та цін. Крім того, хоча згідно з теоретичними посиленнями, очікування економічних суб'єктів хоча і мають формуватися раціонально, але на практиці вони базуються на більш обмеженій інформації щодо стану економіки, ніж це передбачається в теоретичних моделях. Ці факти знайшли своє відображення в теоріях, які не заперечуючи



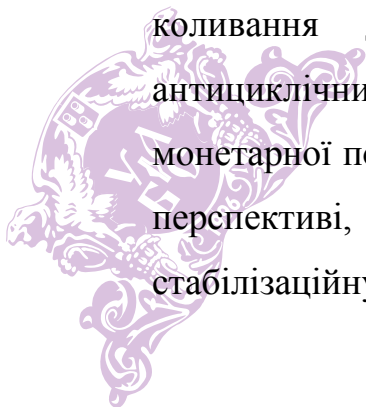
неокласичні постулати про раціональність очікувань, припускали існування короткострокового компромісу між інфляцією та випуском, що може бути використаний центральним банком [24, 25].

Існування факторів, що не дозволяють цінам та зарплаті бути гнучкими в короткостроковому періоді, враховується в підході, що отримав назву «неокейнсіанство» [26]. Неокейнсіанці стверджують, що, хоча в довгостроковому періоді відсутній компроміс між інфляцією та зайнятістю, в короткостроковому періоді він існує. Отже, існує можливість для згладжування коливань ділового циклу. Результативність монетарної політики в такому випадку полягає у згладжуванні волатильності реального випуску та інфляції.

Такий підхід припускає, що монетарна політика має діяти за наперед оголошеним правилом, яке виражає функцію реакції монетарних інструментів у відповідь на зміну цільових показників політики. Спеціальні правила монетарної політики (зокрема, правила Тейлора), мають на меті мінімізацію коливань випуску та цін навколо визначених орієнтирів [27].

Теоретичні дебати між різними економічними школами та застосування їх напрацювань на практиці призвели до формування позиції, що визнається більшістю економістів. Широко узгодженим є погляд, що першочерговою метою монетарної політики, виходячи з її здатності до ефективного контролю за рівнем цін в довгостроковій перспективі, має бути забезпечення цінової стабільності. Крім того, світовий досвід доводить, що забезпечуючи цінову стабільність, монетарна політика стимулює стійке зростання та допомагає усунути коливання випуску.

Предметом дискусій залишається можливість проведення успішної антициклічної монетарної політики, що допомагає усувати періодичні коливання ділової активності. Прибічники застосування монетарних антициклічних заходів стверджують, що з огляду на потенційні можливості монетарної політики впливати на реальні економічні змінні в короткостроковій перспективі, центральні банки можуть скористатись цим та виконувати стабілізаційну відносно ділового циклу роль. Тим більше, що згідно з



теоретичними та практичними напрацюваннями за низьких темпів інфляції, які спостерігаються в розвинених ринкових країнах з 90-х років минулого сторіччя, між безробіттям та інфляцією існує тісний взаємозв'язок.

Згідно з думкою опонентів, проведення антициклічної монетарної політики може бути неідеальним, та, замість згладжування економічних коливань, існує ризик ще більшого їх загострення. Цей ризик пов'язаний як з тим, що дії монетарної політики відображаються на економічній активності з достатньо довгими лагами, а їх наслідки є іноді несподіваними та непередбачуваними (непевності щодо дії трансмісійного механізму монетарної політики), так і з складністю визначення типу шоку, та тієї стадії циклу, в якій на даний період часу знаходиться економіка [28].

З цих причин в розвинених ринкових країнах уникають проведення активної антициклічної монетарної політики, яка, як вважається, містить більше ризиків, ніж потенційних переваг. Звичайно, існують певні відмінності проведення монетарної політики в залежності від країни, що пояснюється, як правило, її попереднім історичним досвідом.

Наприклад, Федеральна Резервна Система США проводить монетарну політику, не проголошуючи своєю єдиною метою підтримання певного значення цінових показників, і вважає за мету впливати не лише на рівень цін, але також, в разі необхідності, вживати дій щодо стимулювання зайнятості та випуску. Хоча останнім часом багато американських економістів наголошують на необхідності переходу до визначення в якості першочергової мети ФРС США цінової стабільності.

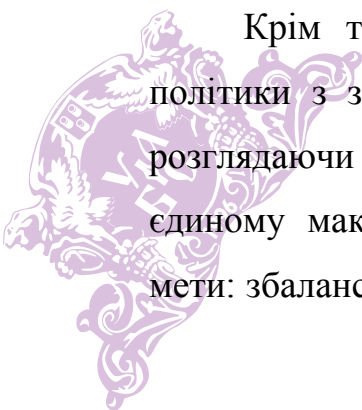
Тим часом Європейський Центральний банк є більш консервативним, визначаючи першочерговою метою підтримку цінової стабільності, сприяючи при цьому (якщо це не загрожує меті щодо цінової стабільності) цілям загальноекономічної політики щодо підтримання високого рівня зайнятості та прийняттого неінфляційного зростання [29]. Така позиція пояснюється досвідом нищівної інфляції, якої зазнала Європа як в період між світовими війнами, так і після Другої Світової Війни.

З огляду на це, на думку американського економіста Джеймса Тобіна, монетарна влада в Європі діє з монетаристських позицій, тим часом як ФРС США – з кейнсіанських [30].

Треба зазначити, що більшість розвинутих країн прийшли до визнання в якості першочергової мети монетарної політики забезпечення цінової стабільності через негативний досвід її використання в цілях прискорення економічної динаміки [31].

Найбільш поширеним визначенням грошово-кредитної політики як у вітчизняній, так і у російській економічній літературі є наступне: «Грошово-кредитна політика - комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, направлених на регулювання економічного зростання, стримування інфляції та забезпечення стабільності грошової одиниці України, забезпечення зайнятості населення та вирівнювання платіжного балансу». Таке тлумачення знайшло своє відображення і в Законі України «Про Національний банк України», а аналогічні йому визначення – в багатьох інших джерелах [32, 33, 34, 35]. Дане визначення включає широкий спектр цілей. Втім, на певному етапі розвитку економіки зазначені цілі можуть суперечити одна одній, як приміром, забезпечення зайнятості та стримування інфляції. Має сенс говорити про пріоритетність цілей грошово-кредитної політики. Адже грошово-кредитна політика може сприяти всім зазначеним цілям в довгостроковій перспективі лише через забезпечення цінової стабільності, що буде в подальшому показано в даній роботі. При цьому, окремі цілі можуть бути неактуальними на певних етапах розвитку. Зокрема, вирівнювання платіжного балансу може і не бути першочерговою метою, якщо активізація імпорту зумовлена його інвестиційною спрямованістю для розбудови економіки.

Крім того, дане твердження не враховує зв'язок грошово-кредитної політики з загальними цілями макроекономічної політики. А.Гальчинський, розглядаючи суть грошово-кредитної політики відзначає її підпорядкованість єдиному макроекономічному завданню – забезпечити вирішення триєдиної мети: збалансувати економічний розвиток, забезпечити оптимальну зайнятість і

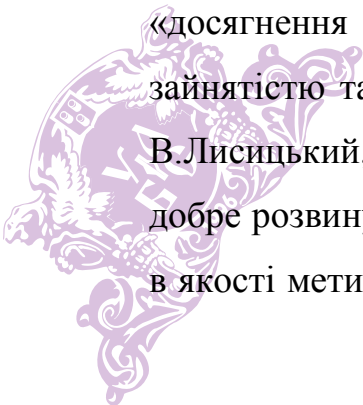


стримати інфляцію. Він наголошує, що «... за своєю визначальною функцією та глобальними завданнями грошово-кредитна політика не є автономною... Кінцева мета грошово-кредитної політики збігається з основоположними цілями макроекономічної політики держави». При цьому наводиться важлива теза про те, що «загальна цільова спрямованість грошово-кредитної політики не лише не заперечує, а передбачає визначення її нагальних автономних цілей» [36].

В. Козюк, висвітлюючи поняття грошово-кредитної політики, зазначає, що вона «виступає одним із знарядь державного втручання в економіку з метою її регулювання та спрямування її розвитку у відповідності із цілями соціально-економічної доктрини» [37]. В даному визначенні цілком аргументовано відзначена підпорядкованість грошово-кредитної політики цілям загальноекономічного характеру, проте не визначено, яким саме чином має відбуватися таке сприяння. Адже заходи грошово-кредитної політики мають скоріш стабілізуючу спрямованість, а важелі «спрямування розвитку» економіки належить до інших різновидів економічної політики, а саме: структурної, фіскальної та ін.

І.Лютий визначає, що грошово-кредитна політика «підпорядкована загальноекономічній політиці держави і направлена на досягнення економічної стабільності і прогресу в умовах оптимального рівня макроекономічних показників» [38]. Таке визначення підкреслює підпорядкований характер грошово-кредитної політики. Втім, постає питання щодо критеріїв оптимальності рівня макроекономічних показників, яке залишається нерозкритим.

Досить спірним є визначення мети грошово-кредитної політики, як «досягнення такого рівня виробництва, що характеризується повною зайнятістю та відсутністю інфляції» [39]. Адже, як відзначають В.Ющенко та В.Лисицький, така ціль як «відсутність інфляції» навіть не ставиться урядами добре розвинутих країн [40]. Центральний банк жодної країни не використовує в якості мети своєї політики нульовий рівень інфляції, адже певний низький та

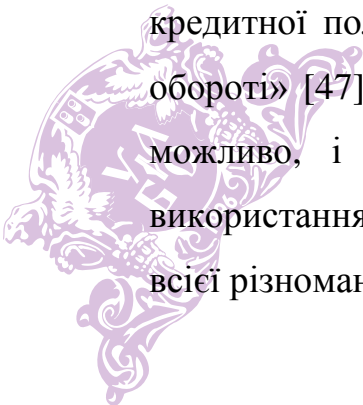


стабільний рівень інфляції є необхідною умовою нормального розвитку економіки.

Ряд авторів підкреслюють саме стабілізаційний характер грошово-кредитної політики, що особливо важливо при визначенні її ролі [41, 42, 43]. Адже фактично грошово-кредитна політика може і має сприяти забезпеченню макроекономічної рівноваги через вплив на величину сукупного попиту. Намагання використати її інструментарій для прискорення економічної динаміки, як свідчать багаточисельні історичні приклади, призводило до негативних наслідків в довгостроковій перспективі.

Взагалі, в ринковій економіці головною ціллю макроекономічної політики має бути «максимально прийнятний рівень зростання економіки, який можна підтримувати у довгостроковому періоді» [44], що забезпечує можливість перманентного підвищення стандартів життя. При цьому монетарна політика може максимально сприяти цій меті, забезпечуючи цінову стабільність. Цінова стабільність, як вважає А.Грінспен, «досягається, коли економічні агенти більше не приймають до уваги майбутні зміни у загальному рівні цін при прийнятті ними економічних рішень» [45].

У визначенні грошово-кредитної політики має також фігурувати сутність заходів грошово-кредитної політики, тобто тих економічних змінних, на які безпосередньо направлений регулюючий вплив. У науковій літературі немає однозначного їх трактування. Зазвичай, у визначеннях фігурує формулювання «заходи у сфері грошового обігу та кредиту» [46], що в принципі є вірним, оскільки вплив монетарної політики здійснюється саме в цій сфері. Однак таке визначення заходів монетарної політики є надто загальним, що не дає уявлення про їх сутність. Деякі дослідники навпаки, трактують заходи грошово-кредитної політики надто вузько, приміром як «вплив на кількість грошей в обороті» [47] або «вплив на обсяг грошової маси в обігу» [41]. Такий підхід, можливо, і був актуальним за панування монетаристського підходу та використання практики монетарного таргетування. Однак наразі він не охоплює всієї різноманітності засобів грошово-кредитного регулювання. Тим більше, що



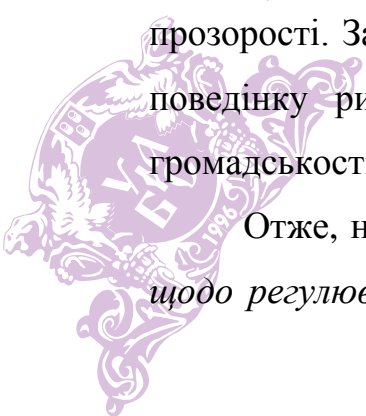
обсяги грошової маси визначаються не лише їх емісією центральним банком, а і кредитною емісією банків.

Ряд авторів вважають, що регулятивний вплив грошово-кредитної політики проявляється через «заходи на грошово-кредитному ринку» [48], або «заходи та дії регулятивного характеру, що здійснюються безпосередньо центральним банком чи за його участю та реалізуються через грошовий ринок у всіх його різновидах, включаючи валютний» [49]. Таке твердження є вірним, адже свій вплив центральний банк здійснює переважно на грошово-кредитний ринок, проте занадто розширює сферу впливу монетарної політики. Адже свій вплив на економічні процеси центральний банк здійснює переважно через параметри пропозиції власних ресурсів на грошово-кредитному ринку, які є власне його зобов'язаннями. Серед таких параметрів: відсоткова ставка на ресурси, їх доступність, валютний курс, за яким центральний банк здійснює інтервенції, або ціна купівлі-продажу цінних паперів.

Потрібно зазначити, що всі проаналізовані визначення обходять увагою такий важливий аспект як вплив монетарної влади на очікування, причому не тільки на грошово-кредитному ринку, а і безпосередньо на поведінку всіх економічних агентів, що в значній мірі обумовлює і динаміку економічних змінних як на мікро-, так і на макrorівнях. Багато науковців зазначає, що управління очікуваннями стає центральним елементом при проведенні монетарної політики [50]. Зауважуючи, що це не зменшує, при цьому, важливість дій монетарної влади, оскільки, за виразом Ф.Мишкіна, «дії говорять голосніше ніж слова» [51].

Роль очікувань як інструменту монетарної політики суттєво зростає після переходу центрального банку до принципів незалежності, підзвітності та прозорості. За таких умов, центральний банк може безпосередньо впливати на поведінку ринків, оскільки його цілі та засоби їх досягнення зрозумілі громадськості і користуються довірою [52].

Отже, на нашу думку, грошово-кредитна політика – це комплекс заходів щодо регулювання параметрів грошової пропозиції та формування очікувань,



направлених на забезпечення макроекономічної рівноваги.

Необхідно відзначити незначний ступінь наукової розробки поняття «результативність монетарної політики» як у вітчизняній, так і зарубіжній літературі.

Взагалі, „результативність управління” в енциклопедичних словниках визначається як – «міра точності управління, що характеризується досягненням очікуваного стану об’єкта управління, мети управління чи ступеня наближеності до неї» [53]. Поняття «результативність» тісно пов’язане з поняттям «ефективність». Результативність в окремих випадках розглядається як «складова частина або необхідна умова ефективності» [53].

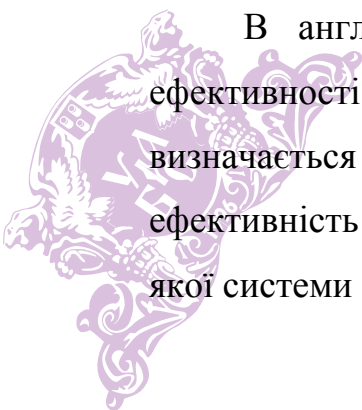
Іноді ці поняття ототожнюються, приміром, Л.П. Кураков зазначає, що «ефективність економічної діяльності – це результативність, що визначається як відношення отриманого економічного ефекту та затрат, які обумовили його отримання» [54].

Деякі автори, розглядаючи ефективність, дають їй визначення аналогічне до визначення результативності. Наприклад, «загальна ефективність оцінюється з точки зору того, яким чином виконана робота співвідноситься з встановленими цілями та задачами» [55].

Ф.І.Шамхалов робить висновок, що «достатньо важко розділити поняття результативності та ефективності» [56].

Проте все ж таки ефективність є відносним показником, який зазвичай визначають як «співвідношення між результатами управління та ресурсами, витраченими на їх досягнення» [57] або як «забезпечення оптимального функціонування суб’єкта за рахунок раціонального використання ресурсів об’єкта [58].

В англійських джерелах поняття результативності (effectiveness) і ефективності (efficiency) більш чітко розділяються. Результативність визначається як досягнення або здатність до досягнення бажаного ефекту, а ефективність – як співвідношення між бажаним випуском та затратами будь-якої системи [59].



Таким чином, категорії результативності та ефективності є близькими, оскільки вони обидві є характеристиками отриманого результату діяльності. Втім, у випадку результативності отриманий результат співвідноситься з поставленою ціллю, а у випадку ефективності – з затратами на його досягнення (рис. 1.1).

Співвідношення між поставленою ціллю та затратами на її виконання можна визначити як планову ефективність.

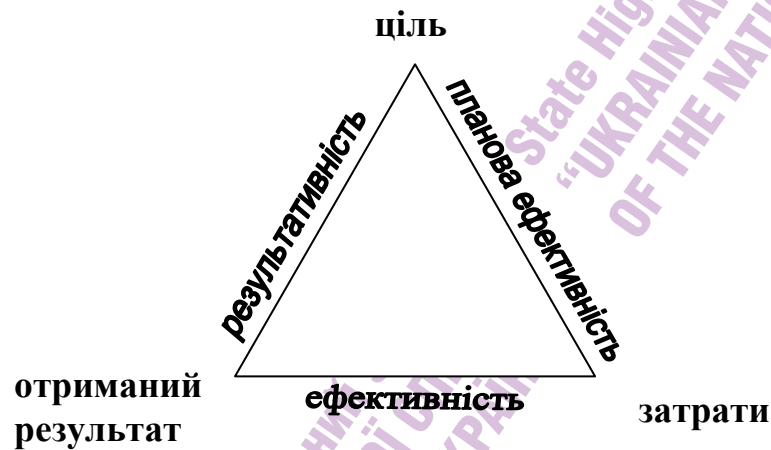


Рис.1.1. Співвідношення між категоріями результативності та ефективності

У відношенні грошово-кредитної політики поняття «результативності» та «ефективності» як у вітчизняній, так і зарубіжній літературі чітко не розділяються. При проведенні грошово-кредитної політики недоцільно говорити про витрачання якогось певного ресурсу в процесі діяльності центрального банку. Тому визначення ефективності грошово-кредитної політики з позиції затрат ресурсів для досягнення певних кількісних результатів є нелогічним. Доцільніше говорити саме про результативність грошово-кредитної політики.

Ціллю грошово-кредитної політики, виходячи з її здатності впливати лише на сукупний попит, як вже було зазначено вище, має бути сприяння збалансованому економічному розвитку. Тобто, результатом реалізації успішної грошово-кредитної політики є забезпечення макроекономічної рівноваги через регулювання параметрів грошової пропозиції відповідно до потреб економіки.

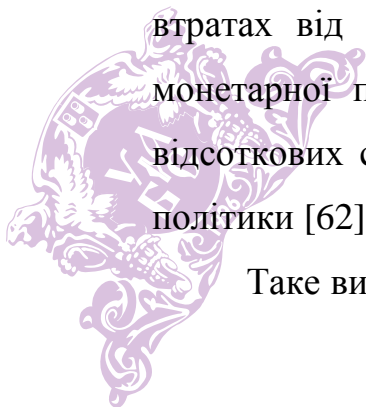
Виходячи з цього, результативність грошово-кредитної політики можна розглядати як характеристику її спроможності за допомогою монетарних механізмів та інструментів підтримувати збалансований економічний розвиток.

Як зазначає А. Войтина [60], результативність грошово-кредитної політики є комплексною концепцією, яка може бути проаналізована відносно різних елементів, таких як цілі, інструменти, інституціональна структура, ступінь дискреційності прийнятих рішень або, насамкінець, зовнішнього середовища.

А. Савченко зазначає, що «ефективність монетарної політика залежить від багатьох чинників, серед яких першочергове значення має правильний вибір її стратегічних цілей» [61].

В країнах, де головною метою центрального банку визначено забезпечення цінової стабільності, результативність монетарної політики, зазвичай, оцінюється, виходячи з досягнення нею наперед оголошеної цілі щодо досягнення певного рівня цінового індексу. При цьому, як зазначає Д.Майєс, виконання цілі по інфляції має бути саме «результатом правильного застосування політики, а не лише вдачі або похибок у вимірах» [62]. Також Д.Майєс зазначає, що «до уваги має братися не тільки адекватність, але і оптимальність політики» [62]. По-перше, оцінюється випуск та зайнятість. Хоча широко визнаним є факт, що досягнення низького рівня інфляції не шкодить, а сприяє зростанню в довгостроковій перспективі, втім, поширене твердження, що в короткостроковому періоді існує компроміс між коливаннями випуску і зайнятості навколо їх трендового рівня та коливаннями цін. Отже, монетарна політика є більш результативною, якщо за заданого рівня цін, коливання випуску та зайнятості є нижчими. По-друге, наголошується і на втратах від суттєвих коливань у відсоткових ставках, які є інструментом монетарної політики. Досягнення цінової стабільності за менших коливань відсоткових ставок свідчить про більш результативне проведення монетарної політики [62].

Таке визначення результативності має декілька недоліків. По-перше, воно



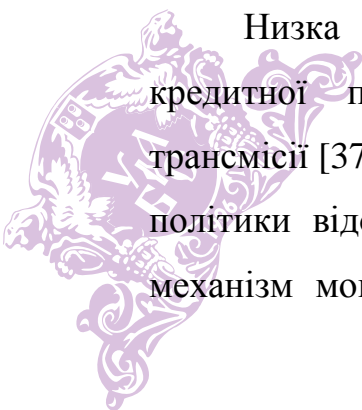
може застосовуватись лише у разі офіційного проголошення цілі по інфляції. По-друге, питання щодо необхідності проведення антициклічної грошово-кредитної політики є доволі дискусійним. Згідно з думкою опонентів проведення антициклічної монетарної політики, вона може бути неефективною, та замість згладжування економічних коливань, існує ризик ще більшого їх загострення.

Що ж стосується втрат від коливань процентних ставок, то центральні банки багатьох країн ефективно їх усувають шляхом проведення прозорої політики.

Деякі автори пропонують оцінювати результативність грошово-кредитної політики за рівнем виконання її проміжних орієнтирів. Зазначається, що «така оцінка може дати конкретне уявлення про той внесок, який зробив механізм грошово-кредитного регулювання в динаміку макроекономічних змінних, що були стратегічними цілями монетарної політики» [48]. При цьому робиться висновок про неефективність монетарної політики Національного банку з огляду на перевищення ним закладених в Основних засадах грошово-кредитної політики показників зростання монетарної бази та грошової маси.

Однак виконання проміжних орієнтирів не є самоціллю, їх виконання підпорядковано стратегічній меті. Адже, як відмічає А.Гальчинський: «Грошово-кредитна політика завжди мусить бути гнучкою» [36]. І якщо виконання проміжних орієнтирів суперечить досягненню стратегічної мети, то їх не слід догматично дотримуватись. Тим більше, що зв'язок між грошовими агрегатами та інфляцією, особливо в перехідній економіці, не є стійким, а отже виконання цілей по зростанню певного грошового агрегату може призвести до небажаного стримування економічного розвитку.

Низка авторів пов'язує результативність (ефективність) грошово-кредитної політики з надійністю та дієвістю механізму монетарної трансмісії [37, 43]. Тобто від того, наскільки результативно діє монетарної політики відображаються на показниках реального сектора економіки. Сам механізм монетарної трансмісії, зазвичай, визначається як процес, система



реакцій, економічних каналів, система відносин або ланцюг економічних змінних за допомогою якого/яких рішення щодо монетарної політики впливають на змінні реального сектора [37, 43, 63, 64, 65, 66].

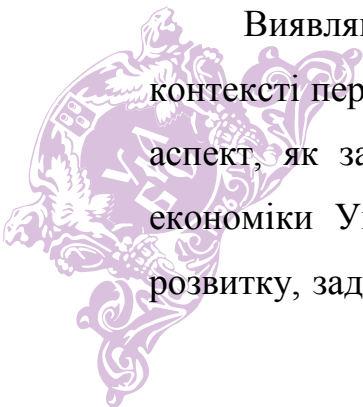
В.Козюк зазначає, що «відлагоджена дія механізмів монетарної трансмісії на реальний сектор економіки базується на самій структурній та інституціональній організації реального сектора економіки. Отже, особливості розвитку реального сектора економіки передбачають межі ефективного застосування монетарних важелів регулювання» [37]. Однак необхідно зауважити, що дія механізму монетарної трансмісії зумовлюється не лише особливостями реального сектора економіки, а і інших секторів економіки, зокрема. фінансового, зовнішнього.

Результативність грошово-кредитної політики може бути підвищена в тому числі і як наслідок розвитку механізму монетарної трансмісії, що розуміється як зміцнення зв'язків між фінансовими та реальними змінними в результаті структурних та інституційних зрушень в економіці.

Відлагоджена дія механізму монетарної трансмісії є необхідною проте не достатньою умовою результативності монетарної політики. Його дія має спиратися на відповідний структурі економіки монетарний режим, який визначає пріоритетність цілей грошово-кредитної політики. І навпаки, вибір монетарного режиму зумовлюється рівнем розвитку монетарної трансмісії.

Без наявності адекватного монетарного режиму, грошово-кредитна політика спираючись на достатньо розвинений трансмісійний механізм, може бути дієвою у впливі на сукупний попит. Втім через неправильно встановлену пріоритетність цілей не наближувати результат проведення грошово-кредитної політики до цілі по збалансуванню економічного розвитку (рис.1.2).

Виявляючи сутність результативності грошово-кредитної політики саме в контексті перехідної економіки, необхідно звернути увагу на такий її важливий аспект, як задоволення центральним банком попиту на гроші. В контексті економіки України, ринкові відносини якої знаходяться в стадії активного розвитку, задоволення попиту на гроші, що можливе лише за існування довіри



до дій центрального банку та досягнення макроекономічної стабільності (зокрема цінової), є безпосереднім завданням монетарної політики.

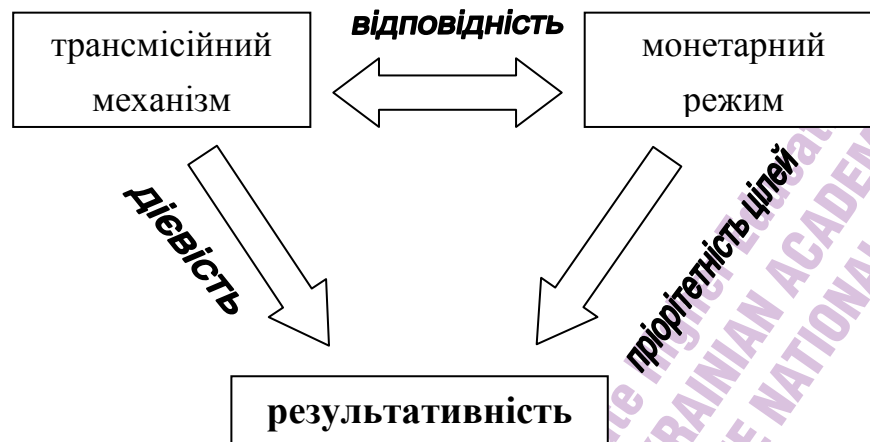


Рис.1.2. Необхідні умови результативності грошово-кредитної політики

В умовах перехідного періоду, завдання збалансування грошово-кредитного ринку ускладнюється як з огляду на нещодавно пережиті періоди гіперінфляції, які суттєво підірвали довіру до національної грошової одиниці, так і на мінливість швидкості обертання, що є наслідком швидких структурних та інституційних перетворень.

Отже, результативність грошово-кредитної політики можна розглядати як характеристику її спроможності за допомогою монетарних механізмів та інструментів підтримувати збалансований економічний розвиток. Необхідною умовою, яка визначає результативність грошово-кредитної політики та межі її ефективного застосування, є дієвість трансмісійного механізму монетарної політики, який є ланцюгом реакцій між фінансовими та реальними змінними, що відображують поведінку економічних агентів, та за допомогою якого рішення монетарної влади відбиваються на реальному секторі економіки. Дія монетарної трансмісії має спиратися на відповідний структури економіки монетарний режим, який визначає пріоритетність цілей грошово-кредитної політики. Вірним є зворотне твердження, вибір монетарного режиму має враховувати рівень розвитку монетарної трансмісії.

1.2. Монетарний режим та трансмісійний механізм як умови досягнення результативності грошово-кредитної політики

Досягнення кінцевої мети монетарної політики можливе при умові послідовного виконання ланки цілей, які є підконтрольними монетарній владі: від оперативних до проміжних цілей і в підсумку – до кінцевої мети. При цьому один і той самий показник може одночасно виступати в якості оперативної та проміжної цілі (рис 1.3). Пріоритети грошово-кредитної політики обумовлюють проміжну ціль, а також специфіку вибору оперативних цілей та інструментів.

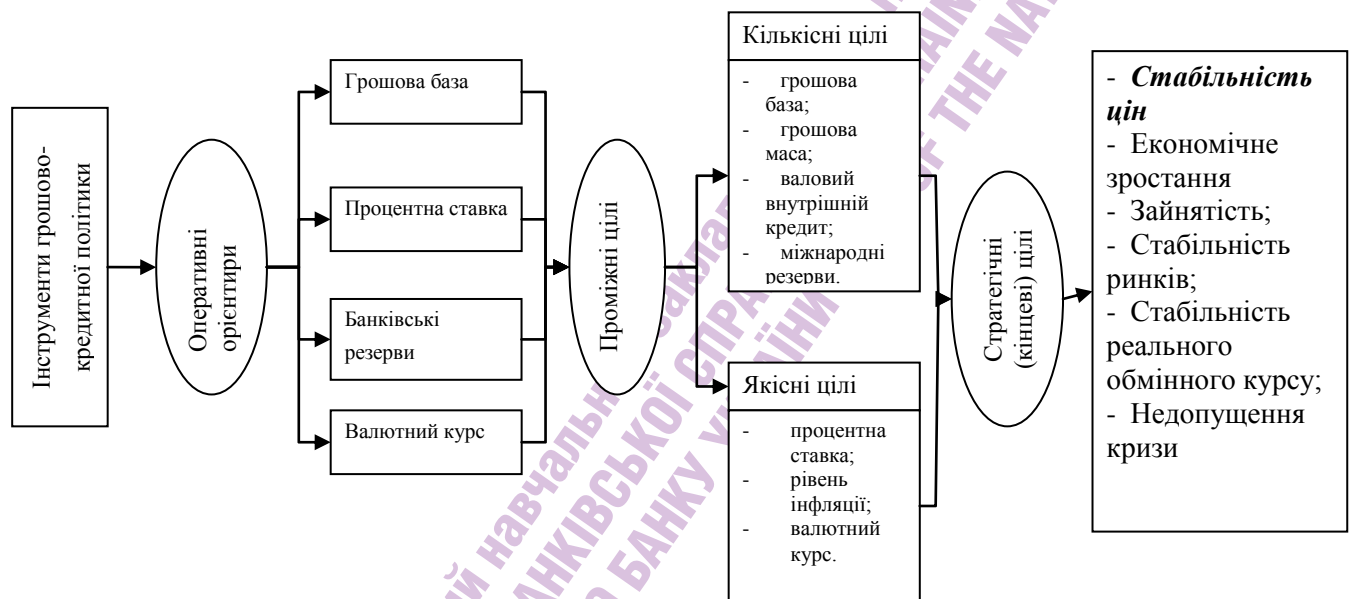


Рис. 1.3. Послідовність цілей грошово-кредитної політики

Виходячи з сутності проміжної цілі грошово-кредитної політики, вона також отримала назву номінального якоря. Номінальний якор – це обмеження, що накладається на вартість внутрішніх грошей, і певною мірою є необхідним елементом успішного монетарного режиму. З чисто технічної точки зору, встановлення номінального якоря створює умови, що дозволяють однозначно визначити рівень стабільності грошової одиниці. Крім того, встановлення номінального якоря допомагає забезпеченню цінової стабільності, бо дозволяє контролювати інфляційні очікування через пряме їх обмеження ціною внутрішніх грошей [67].

Відповідно до того, який показник приймається за номінальний якор, і класифікуються режими монетарної політики. Як зазначають А. Гриценко та

Т. Кричевська: «Вибір монетарного режиму здійснюється з метою структурування зобов'язань центрального банку щодо стабільності грошової одиниці...» [68].

Монетарний режим, який значною мірою визначає результативність центрального банку у впливі на очікування та параметри розвитку фінансового ринку, має ключовий вплив на розвиток монетарної трансмісії. С.Ніколайчук зазначає, що «механізм монетарної трансмісії ... формується в залежності від режиму і структури монетарної політики» [69].

І навпаки, вибір монетарного режиму, а отже оперативних орієнтирів та проміжних цілей, значною мірою обумовлюється рівнем розвитку монетарної трансмісії. Якщо монетарний режим не спирається на адекватний за рівнем розвитку трансмісійний механізм, то застосування інструментів буде малоефективним у впливі на параметри економічного розвитку.

З огляду на це, монетарний режим та механізм монетарної трансмісії є тісно пов'язаними категоріями, а їх роль у забезпеченні результативності грошово-кредитної політики є визначальною (рис. 1.4).

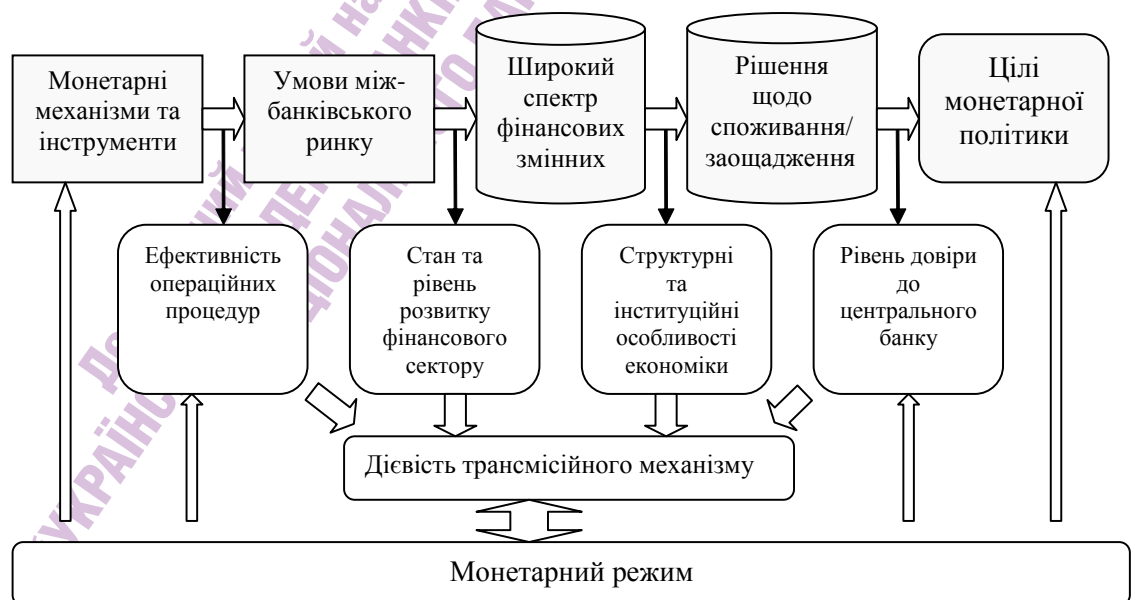


Рис.1.4. Деталізація умов результативності грошово-кредитної політики

Монетарний режим визначає проміжні цілі грошово-кредитної політики, тобто ті показники, які стають «номінальним якорем» для очікувань. Вірно

обраний «номінальний якор», а також досягнення центральним банком поставлених цілей слугує чинником підвищення довіри до його дій та стабілізує очікування, а, отже, робить монетарну політику більш результативною.

Вибором монетарного режиму зумовлюється той набір інструментів та механізмів, які переважно використовує центральний банк для досягнення своїх цілей. Ступінь впливу операційних процедур центрального банку на грошово-кредитний ринок визначається адекватним застосуванням монетарних інструментів, а також розумінням суб'єктами ринку його дій. Ці фактори також зумовлюються монетарним режимом, а їх вірне застосування покращує дієвість початкових етапів монетарної трансмісії.

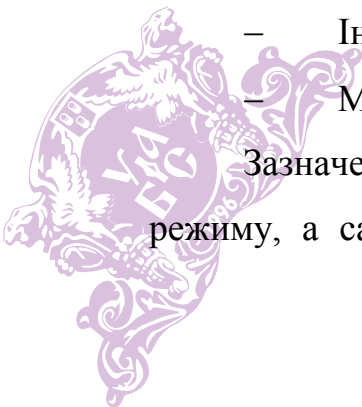
Втім, успішність подальшого впливу монетарної політики у досягненні проміжних цілей визначається розвитком трансмісійного механізму монетарної політики. В першу чергу, це стосується стану розвитку фінансового ринку, який є основною передатковою ланкою між вузькими показниками міжбанківського ринку та широким колом фінансових показників.

Подальше проходження регулюючого імпульсу монетарної політики визначається структурними та інституційними чинниками, що обумовлюють ступінь реакції рішень щодо споживання та заощадження на зміну умов функціонування фінансового ринку. Серед таких чинників можна виділити: рівень розвитку правових інститутів (в т.ч. захист прав інвесторів), рівень конкурентності ринків, доступ широких кіл ринкових суб'єктів до ресурсів фондового ринку, особливості фінансової політики держави та ін.

Отже, можна виділити наступні монетарні режими [70]:

- Таргетування обмінного курсу;
- Таргетування грошової пропозиції;
- Інфляційне таргетування;
- Монетарний режим без явного номінального якоря.

Зазначена класифікація не враховує ще один різновид монетарного режиму, а саме режим, що базується на забезпеченні цінової стабільності.

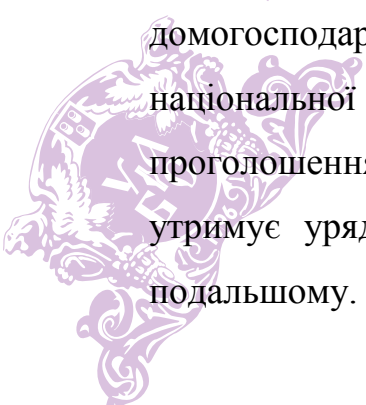


Такий режим має певні спільні риси з інфляційним таргетуванням, проте є відмінним за рядом ознак.

Доцільність встановлення того чи іншого режиму монетарної політики обумовлюється значною кількістю факторів, що визначають розвиток трансмісійного механізму, таких як ступінь відкритості і залежності економіки країни, її розмір, рівень розвитку ринкових інститутів та іншими специфічними рисами. В свою чергу від режиму монетарної політики залежить і той інструментарій, що застосовується центральним банком для досягнення проміжної мети.

Історично найдавнішим режимом монетарної політики є таргетування обмінного курсу. Режим золотого стандарту, за якого вартість внутрішніх грошей прив'язувалась до певної кількості золота, фактично був найпершим варіантом таргетування обмінного курсу [71]. Даний режим монетарної політики може приймати як форму безпосередньої фіксації вартості внутрішніх грошей до валюти країни з низьким рівнем інфляції з метою обмеження зростання внутрішніх цін, або форму «повзучої прив'язки», коли внутрішній валюті дозволяється ревальвувати або девальвувати за певною наперед визначеною величиною, так і «коридору», в якому дозволяється коливатися валютному курсу.

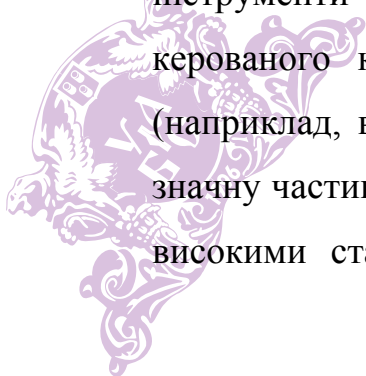
Однією з найбільш суттєвих переваг зазначеного режиму монетарної політики є те, що фіксація обмінного курсу дозволяє уникнути підвищення цін на товари, що торгуються на міжнародному ринку, і таким чином стримувати інфляційні процеси. Якщо зобов'язання щодо дотримання обмінного курсу користується довірою у громадськості, то це дозволяє прив'язати інфляційні очікування до ставки інфляції в країні-якорі, що дає можливість домогосподарствам і фірмам планувати свою діяльність та зміцнює довіру до національної валюти. Крім того, формується «дисциплінуючий» ефект: тобто проголошення зобов'язання щодо підтримки обмінного курсу на певному рівні утримує уряд від «спокуси» проводити витратну, експансивну політику в подальшому. Адже проблема фінансування урядом своїх видатків за рахунок



прямих кредитів центрального банку характерна для початку становлення багатьох перехідних економік [72, с.19-20]. Не дивно, що завдяки своїм перевагам режим валютного таргетування успішно використовувався як розвинутими країнами (Франція, Великобританія та ін.), так і країнами, що розвиваються, де завдяки фіксації/прив'язці обмінного курсу вдалося швидко приборкати значні темпи інфляції (країни Східної Азії, Південної Америки, багато з пострадянських країн). Скористалася перевагами валютного таргетування у свій час і Україна. В 1996-1997 роках вперше вдалося стабілізувати обмінний курс національної валюти, що надало економіці „номінальний якір”. Це дозволило національній грошовій одиниці отримати довіру та слугувало елементом стабілізації всієї економіки країни.

Основними інструментами за цього режиму монетарної політики є використання валютних інтервенцій, що дозволяють утримувати валютний курс. Як правило, в перехідних економіках номінальний курс встановлюється на заниженому рівні, що дозволяє накопичити резерви та забезпечити зростання експорту.

За наявності розвинених фінансових ринків, центральний банк може підтримувати курсову стабільність із застосуванням процентної політики. Маневруючи процентною ставкою, монетарна влада досягає ревальвації або девальвації курсу національної валюти за рахунок руху іноземного капіталу. Проте, як правило, за використання режиму таргетування обмінного курсу в перехідних економіках, інструменти монетарної політики відіграють другорядну роль, що витікає з необхідності управління банківською ліквідністю, яка була емітована через валютний канал. Причому, як свідчить досвід багатьох країн з перехідною економікою, намагання використовувати інструменти монетарної політики для виконання показників інфляції за керованого курсоутворення може призводити до значних кризових явищ (наприклад, в Чехії у 1997 році). Намагання монетарної влади стерилізувати значну частину грошової пропозиції за допомогою стерилізаційних операцій за високими ставками, що є характерними для транзитивної економіки, при



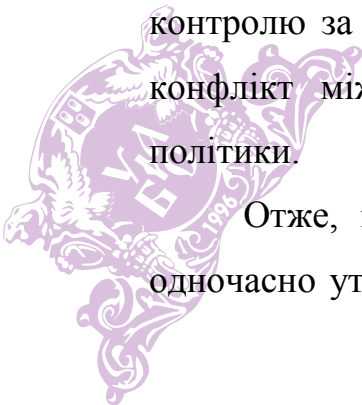
фіксованому курсі веде до припливу міжнародного „гарячого” або спекулятивного капіталу, що в кінцевому підсумку призводить до значних викривлень на фінансовому ринку та, згодом, за невжиття відповідних заходів, – до масштабної кризи.

Для перехідних економік, які застосовують режим таргетування обмінного курсу, характерним є також переважання прямих інструментів грошово-кредитного регулювання, що пояснюється нерозвиненістю фінансових ринків. Прямі інструменти досить легкі в застосуванні і привабливі для влади, яка хоче направляти кредити для здійснення певної мети. Втім їх дієвість є достатньо сумнівною. В країнах з нерозвиненими і неконкурентними фінансовими системами прямі інструменти можуть бути єдиним вибором до того часу, поки не розвинеться необхідне для застосування непрямих інструментів інституційне середовище.

Фіксуючи або прив'язуючи обмінний курс, монетарна влада втрачає контроль над грошовою пропозицією, а отже, і можливість проводити активну монетарну політику. Завдяки вільному руху капіталів, внутрішні відсоткові ставки тісно прив'язуються до відсоткових ставок в країні-якорі (країні, відносно валюти якої таргетується внутрішня валюта). Отже, країна, що таргетує обмінний курс, втрачає можливість використовувати монетарну політику в якості інструменту погашення внутрішньоекономічних шоків.

Взаємозв'язок між курсовим режимом, міжнародними капітальними потоками та монетарною політикою загальноприйнято ілюструвати за допомогою так званої гіпотези про «неможливу трійцю», в основі якої лежить модель Манделла-Флемінга, розроблена ще в 60-х роках минулого століття. Ця гіпотеза знайшла практичне підтвердження в 80-х роках, коли після зняття контролю за переміщенням капіталу розвинутими країнами, чітко окреслився конфлікт між фіксованим валютним курсом та незалежністю монетарної політики.

Отже, ідея «неможливої трійці» полягає в тому, що країна не може одночасно утримувати курсову прив'язку, лібералізувати капітальні потоки та



проводити при цьому незалежну монетарну політику (рис. 1.5).

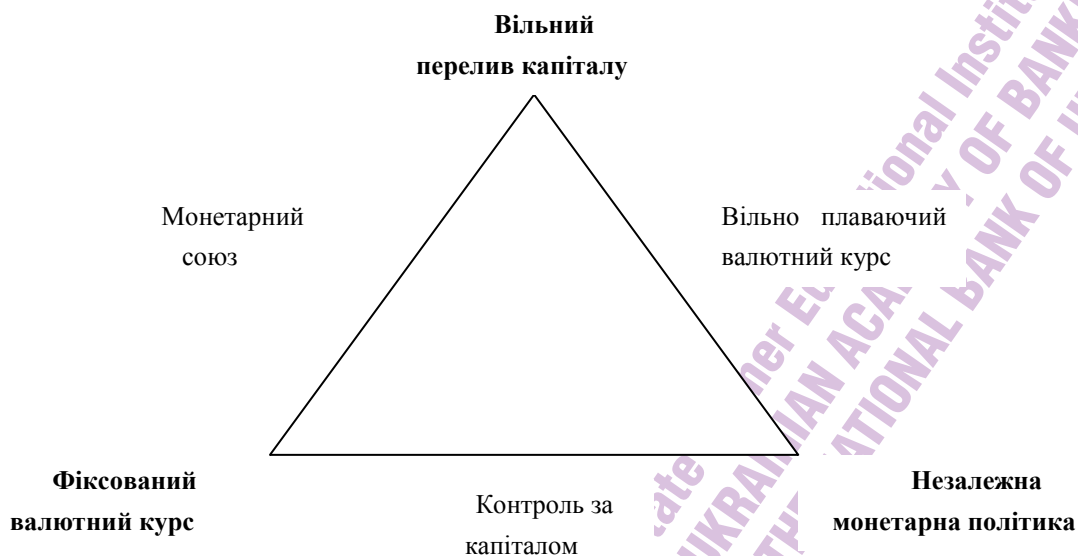


Рис. 1.5. Ілюстрація принципу «Неможливої трійці»

Приміром, якщо країна має фіксований валютний курс та не контролює капітальні потоки, вона не має змоги проводити незалежну монетарну політику. Тобто внутрішні монетарні умови будуть повністю обумовлені політикою монетарної влади тієї країни, до якої здійснено прив'язку, оскільки будь-які різниці у відсоткових ставках будуть нівелюватись завдяки змінам у потоках капіталу. Проте ця ідея враховує лише крайні випадки, адже країна може дозволити певну гнучкість валютного курсу, одночасно дещо лібералізувати капітальні потоки і дозволити собі певну монетарну незалежність.

Монетарний трансмісійний механізм при фіксації обмінного курсу виконує роль передачі монетарних умов країни, до валюти якої здійснено прив'язку (рис.1.6). Основним елементом трансмісії за таких умов виступають очікування, оскільки більшість країн, що переходять до режиму фіксованого курсу мають на меті запозичити саме довіру до валюти-якоря [73].



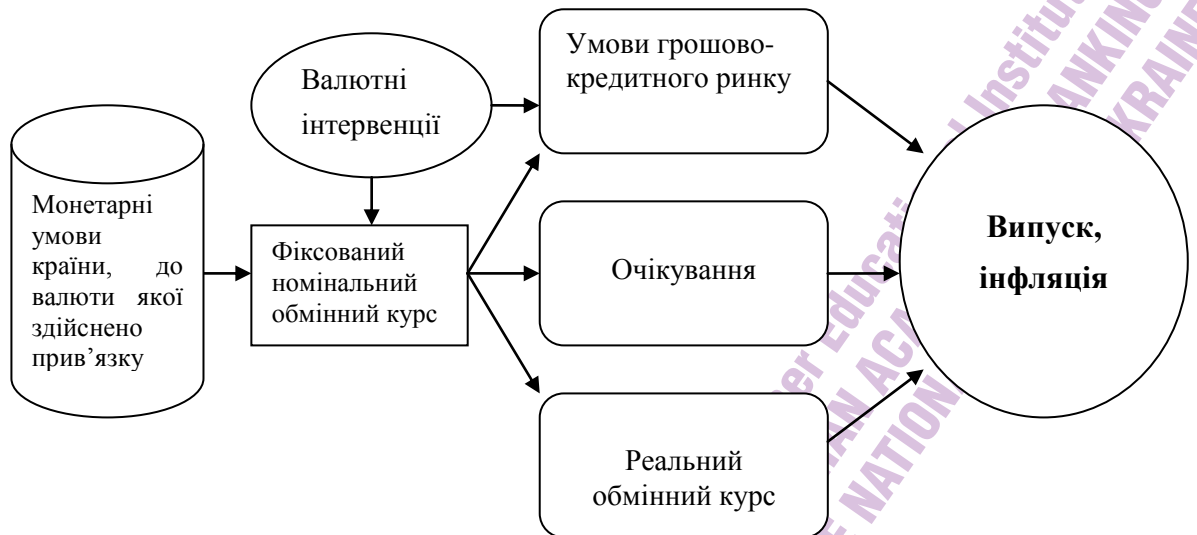


Рис.1.6. Схема дії монетарної трансмісії за умов фіксованого курсу

Підтримка фіксованого курсу та, відповідно, відсутність монетарної незалежності не сприяють розвитку каналів монетарної трансмісії. Навіть після відходу від режиму курсового таргетування, монетарна влада не може ефективно використовувати монетарні важелі через слабкість трансмісійного механізму. Як правило, країни, які використовували фіксований валютний курс, накопичували значні валютні борги [74]. З огляду на це, монетарна трансмісія характеризувалася значною невизначеністю саме через різноспрямовану дію каналу валютного курсу. Приміром, позитивні наслідки девальвації для конкурентоспроможності економіки нівелювались через дію балансового ефекту.

За орієнтації на зовнішні запозичення, ринок внутрішніх запозичень залишається малорозвиненим, що, відповідно, не сприяє розвитку каналів трансмісії. Крім того, в умовах, коли існує зобов'язання щодо підтримання стабільного валютного курсу, фінансовий сектор не зацікавлений у пошуку активних засобів хеджування валютного ризику. Тобто за відсутності коливань курсу, відсутні і стимули до розвитку валютного ринку та ринку похідних інструментів. Валютний ринок залишається нерозвиненим, якщо центральний банк підтримує його постійними інтервенціями.

Проте, як зазначають М.Обстфельд і К.Рогофф, «якщо не зважати на

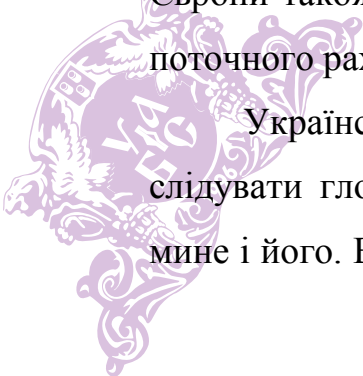
невелику кількість туристичних економік, країн-експортерів нафти та політично залежних країн, дуже невелика кількість країн залишили режим таргетування обмінного курсу без змін» [75]. Адже, зазначений режим має і багато негативних рис, що можуть загрожувати економічній безпеці країни.

Основним недоліком даного режиму є неможливість проведення результативної монетарної політики, що сприяє накопиченню дисбалансів та, в підсумку, наражає економіку на кризу.

Валютні кризи 90-х років змусили багатьох економістів переосмислити погляди на підходи до проведення валютної політики в економіках, що розвиваються. В сучасному глобалізованому фінансовому світі, що характеризується високою мобільністю капіталу, навіть незначні зміни в розміщенні міжнародних фінансових ресурсів ведуть до суттєвих зрушень у капітальних потоках. Зупинка потоків капіталу в країні, що розвиваються, призводила до валютної кризи, що згодом переростала у повномасштабну фінансову.

Однією зі спільних передумов до зародження таких криз майже однотайно визначається обрання невідповідного валютного режиму, що дозволяв певний час приховувати системні дисбаланси в економіках, що розвиваються. Зростання ризикованості вкладень та поширення недовіри між фінансовими корпораціями вже спровокувало перерозподіл капіталу в масштабах фінансової системи. Експерти вважають, що у випадку подальшого погіршення очікувань, країни зі значним обсягом зовнішнього боргу та дефіцитами платіжного балансу підпадуть під ще більший тиск. Найбільше постраждають фінансові ринки Туреччини, ЮАР, Угорщини та Ісландії, які потерпають від значних зовнішніх дисбалансів. Країни центральної та Східної Європи також під загрозою, оскільки більшість із них мають значний дефіцит поточного рахунку платіжного балансу.

Український фінансовий ринок в міру свого розвитку все більше починає слідувати глобальним тенденціям, тому перерозподіл капітальних потоків не мине і його. Вплив охолодження світової економіки на українську відобразився

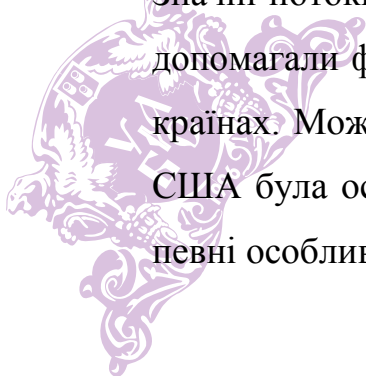


як безпосередньо – через зниження притоку капіталу, так і опосередковано – через зниження цін на сировину та товари з низьким ступенем обробки, які традиційно становлять значну частину українського експорту.

Теоретичне підґрунтя, що стосується проблематики економічних протиріч, що стали причинами валютних криз, було вже достатньо добре розроблено ще до того, як ці кризи досягли своїх найбільших масштабів у 90-х роках минулого сторіччя. Це стосується робіт Р.Манделла [76] та М.Флемінга [77], які згодом лягли в основу ідеї про «неможливу трійцю», робіт П. Кругмана [78], Г.Кальво та К.Рейнхарт [79], М.Обстфельд [80], що стосувалися можливих наслідків значних потоків капіталу в країни, що розвиваються. Значна кількість робіт стосувалися оцінки причин масштабних фінансових криз країн Латинської Америки, Східної Азії та Росії, серед яких найбільш визначними є роботи Т.Кемуляйна [81], Едвардаса [82], Б. Ейхенгрин [83], Л.Катао [84] та ін. [85]. Дане питання також досліджувалось і українськими науковцями як в контексті вибору оптимального монетарного режиму, так і впливу капітальних потоків на її економіку [86, 87, 88].

Трикутник «неможливої трійці» дуже часто використовуються для пояснення причин виникнення валютних криз в 90-х роках, оскільки, на думку багатьох економістів, саме різні види прив'язки валюти були якщо не основною, то однією з головних передумов криз.

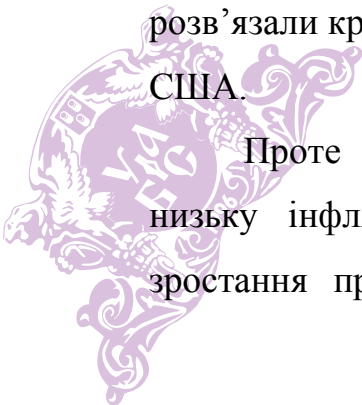
Економіки, що постраждали від фінансових криз наприкінці минулого десятиріччя мали багато спільного. Значні потоки портфельних інвестицій, які приваблювалися високими внутрішніми відсотковими ставками та ілюзією стабільності, яка виникала через фіксацію валютних курсів, вливалися до певного часу до економік країн Латинської Америки, Східної Азії та Росії. Значні потоки спекулятивного капіталу викликали бум на фондових ринках та допомагали фінансувати дефіцит поточного рахунку платіжного балансу в цих країнах. Можна говорити, що саме фіксація обмінного курсу відносно долара США була основною причиною кризових явищ в цих економіках, хоча і були певні особливості виникнення криз.



Мексиканська криза 1994 року. Стабілізаційні програми в багатьох країнах Латинської Америки базувалися на фіксації обмінного курсу відносно долара США. Фіксація ціни національної валюти відносно валюти країни – основного торгівельного партнера дозволяла зафіксувати ціни на товари, що торгуються на міжнародних ринках, та таким чином стабілізувати інфляцію. Проте, як зазначає С.Едвардс [82], для таких країн була характерна значна інфляційна інерція. Тобто, якщо на першій фазі стабілізаційної програми досягалось певне зниження інфляції, то на наступних етапах – завдяки тому, що рівень інфляції знижувався недостатньо, а номінальний обмінний курс залишався незмінним, реальний обмінний курс девальгував – знижуючи зовнішню конкурентоспроможність економіки. Дефіцит поточного рахунку платіжного балансу компенсувався за рахунок припливу короткострокового капіталу, нарощувався зовнішній борг. За таких умов економіка стає дуже вразливою до зовнішніх факторів, адже для досягнення стану рівноваги виникає необхідність у проведенні більш жорсткої монетарної та фіскальної політики та значній девальвації національної валюти, яка стає невідворотною, що є політично складним кроком. Відчуваючи зростання розбалансованості економіки, як іноземні, так і вітчизняні інвестори почали виводити значні обсяги капіталу з країни, вимиваючи валютні резерви. Банк Мексики, не маючи можливості захистити визначені ним межі курсових коливань, був змушений відпустити валютний курс, який значно девальгував. З огляду на значну зовнішню заборгованість, що було номінована в доларах США, фінансова система зазнала колапсу.

Азійська криза. Не дивлячись на негативний досвід Мексики у використанні режиму жорсткої курсової прив'язки, п'ять країн Східної Азії, що розв'язали кризу 1997, використовували прив'язку курсів своїх валют до долара США.

Проте на відміну від Латинської Америки, країни Східної Азії мали низьку інфляцію, збалансований бюджет та значні темпи економічного зростання протягом майже трьох десятиліть. При цьому фіксація долара



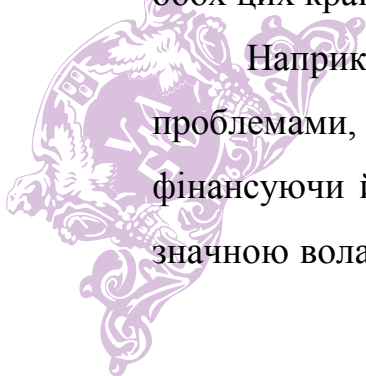
спрацьовувала достатньо добре, поки його курс був відносно низьким, що дозволяло азійським експортерам нарощувати обсяги продажів. Очікування, що обмінний курс залишиться стабільним та порівняно високі відсоткові ставки підштовхували банки та інші місцеві корпорації запозичувати в доларах, а також провокували притік міжнародного спекулятивного капіталу. Як зазначає Т.Іто, досліджуючи це питання: «Інвестори та позичальники неправильно прийняли стабільність обмінного курсу за відсутність валютного ризику» [89].

Зі зміцненням курсу долара США відносно японської єни, відповідно почали і поціновуватись валюти азійських країн, погіршуючи конкурентоспроможність і розширюючи дефіцити поточного рахунку платіжного балансу до загрозливих рівнів (наприклад, в 1996 в Тайвані дефіцит поточного рахунку досяг 8% ВВП). Коли інвестори зрозуміли, що такі рівні дефіциту є неприйнятними, почався масовий відплив капіталу. Під цим тиском валютні резерви азійських країн почали швидко вичерпуватись, і вони були змушені значно девальвувати свої валюти.

З девальвацією криза переросла з валютної у повномасштабну фінансову, оскільки борги, номіновані у іноземній валюті, зросли у місцевій валюті, що викликало значну кількість банкрутств. Слабка система банківського регулювання та нагляду дала можливість банкам накопичити значні дисбаланси між активами та зобов'язаннями, тому банки почали банкрутувати, провокуючи ще більший відтік капіталу. З початку кризи, за оцінками експертів, валюти Таїланду, Південної Кореї, Малайзії та Філіппін знецінились на 40-60% відносно долара США, фондові ринки зазнали втрат щонайменше на 75% [74].

В Росії та Бразилії, свого часу, спиратися на жорстку прив'язку курсу було навіть більш ризиковано, ніж в Мексиці та країнах Східної Азії, адже в обох цих країнах фінанси публічного сектору явно вийшли з-під контролю.

Наприклад, Росія, економіка якої була обтяжена структурними проблемами, значно нарощувала фіскальний дефіцит в передкризовий період, фінансуючи його за рахунок ризикованих державних запозичень. Це, разом зі значною волатильністю на світових фінансових ринках (внаслідок вже згаданої



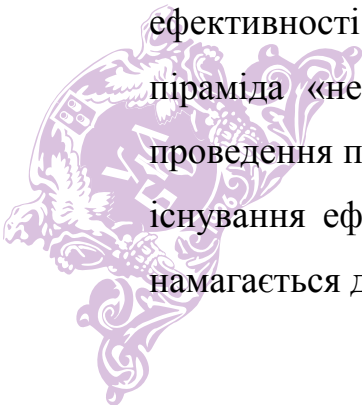
азійської кризи), падінням цін на нафту та політичною нестабільністю, в підсумку призвело до значної девальвації російського рубля та дефолту по державним казначейським зобов'язанням.

Російська криза докотилася і до України, проте не викликала таких же згубних наслідків, що можна пояснити низькою її інтеграцією в глобальний фінансовий ринок та недорозвиненістю фондових інструментів.

Для всіх цих криз було характерним те, що країни в яких почалося їх зародження, підтримували, в тій чи іншій формі, жорстку курсову прив'язку. При цьому, фіксація валютного курсу дозволяла перехідним економікам певний час існувати зі значними внутрішніми та зовнішніми дисбалансами. Очевидно, що на певному етапі необхідним було провести корекцію обмінного курсу для того, щоб зробити макроекономічні умови більш жорсткими, обмежити надлишкове споживання та зупинити роздування цін активів на внутрішньому ринку. Проте такий крок був би політично не вигідним, тому ситуація з часом погіршувалась і необхідною була вже глибинна корекція, яка і відбувалась у формі кризи.

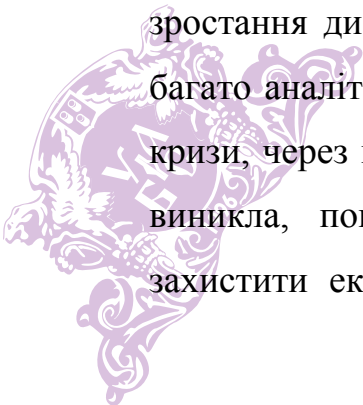
Після азійської та російської криз, в наукових колах стала активно поширюватись думка, що кількість країн, які підтримують м'яку прив'язку обмінного курсу буде поступово зменшуватись, оскільки як показав досвід, в сучасних умовах високої мобільності світового капіталу, вони найбільше схильні до криз [90]. Як показало дослідження А.Бабула та І.Откер-Робе [91], найбільш часто кризи виникали в країнах, що застосовували найбільш негнучкі форми м'якої прив'язки (умовна прив'язка до однієї валюти), ніж при жорсткій фіксації обмінного курсу або вільному курсоутворенні.

На підтвердження цієї гіпотези виступають дослідження щодо сумнівної ефективності контролю за потоками міжнародного капіталу. Як демонструє піраміда «неможливої трійці», утримання фіксованого валютного курсу та проведення при цьому незалежної монетарної політики можливе лише за умови існування ефективного обмеження на притік та відтік капіталу. Якщо країна намагається дотриматись курсової прив'язки та одночасно бореться з інфляцією



і робить монетарні умови більш жорсткими, тобто утримує відсоткові ставки на вищому рівні, ніж інші країни, то виникає притік капіталу. Притік капіталу створює ревальваційний тиск на національну валюту, і центральний банк, щоб втримати його фіксоване значення змушений провести інтервенцію і викупити надлишки валюти, що спричинить зростання монетарної бази та інших грошових агрегатів. Отже, виникне необхідність у стерилізаційних операціях і ставки на грошовому ринку залишаться високими, що знову ж таки призведе до припливу ще більшого обсягу капіталу. Утворюється так зване «зачароване коло». Щоб цьому зарадити, центральний банк може встановити обмеження на притік капіталу.

Зазвичай, прикладом успішного застосування контролю за рухом капіталу називають практику Чилі в 1991-98 рр. С.Едвардс [92], досліджуючи це питання встановив, що Чилі за допомогою встановлення обмежень на приплив короткострокового капіталу вдалося досягти певних успіхів у зміні строкової структури капітальних потоків та зовнішнього боргу, а також дозволило мати центральному банку більш незалежну монетарну політику. Проте в той же час наголошується, що цей інструмент може працювати за умови проведення збалансованої фіскальної та монетарної політики та лише в короткостроковій перспективі для підготовки до реформування валютного режиму. Як показала низка досліджень, встановлення обмежень на притік капіталу призводить до зростання вартості залучення капіталу, особливо малим та середнім підприємствам і завжди існує «спокуса» перетворити цю політику на перманентну. Наявність контролю за потоками капіталу при збереженні курсової стабільності може створити у відповідальних за проведення економічної політики осіб хибне відчуття впевненості, незважаючи на зростання дисбалансів, як це сталося у випадку з Південною Кореєю. Адже багато аналітиків до кінця 1997 року вважало цю країну імунною до валютної кризи, через встановлені обмеження на мобільність капіталу. Однак криза, яка виникла, показала, що обмеження по капітальному рахунку не змогли захистити економіку. На думку багатьох аналітиків та науковців, кількість

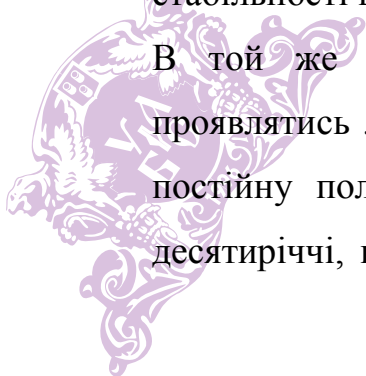


країн, що застосовуватимуть крайні варіанти курсових режимів – твердої прив'язки (повної доларизація або валютної ради) або вільно плаваючого курсу – буде збільшуватись.

За режиму вільно плаваючого валютного курсу платіжний баланс має завжди знаходитись у рівноважному стані, і вірогідність валютної кризи є дуже низькою. Режими жорсткої фіксації (валютна рада або повна доларизація), згідно з дослідженнями Г. Кальво, С.Ханке і К.Шулера, можуть бути успішними в подоланні спекулятивного та девальваційного ризику [93, 94]. Однак це досягається не автоматично, оскільки необхідна дуже зважена фіскальна політика, сильний фінансовий сектор та значні обсяги валютних резервів (у випадку валютної ради). Проте країна, що запроваджує такий режим повністю відмовляється від проведення власної монетарної політики, відповідно, будь-який негативний зовнішній шок не зможе бути згладжений і тільки підсилюється, призводячи до негативних явищ у фінансовій сфері, уповільнення економічної динаміки і падіння зайнятості.

За дослідженнями К.Рогоффа та ін., ця гіпотеза поки що не підтверджується, оскільки проміжні режими досі активно використовуються. Але, як зазначається в цій же роботі, якщо країни, що розвиваються, все більше інтегруватимуться в глобальний фінансовий ринок, частка країн, що підтримують курсову прив'язку буде зменшуватись, в той час як частка керовано плаваючих та вільно плаваючих зростатиме [95].

Отже, можна зробити висновок, що саме прив'язка обмінного курсу відіграла вирішальну роль при зародженні найбільших фінансових криз 90-х років минулого сторіччя, приховуючи та сприяючи накопиченню значних дисбалансів в їхніх економіках, коли цілі щодо забезпечення цінової стабільності вступали в протиріччя з підтримкою фіксованого валютного курсу. В той же час, ефективність контролю за мобільністю капіталу може проявлятися лише в короткостроковому періоді і не може перетворюватися в постійну політику. Більшість країн, що зіткнулися з кризою в минулому десятиріччі, перейшли до більш гнучких форм курсових режимів та зробили



значні зусилля щодо зміцнення власного фінансового сектору.

Прихильники застосування фіксованого валютного курсу в Україні, зазвичай наголошують, що прив'язка національної валюти може стабілізувати економіку та надати значні переваги для економічного зростання. Проте, як показує світовий досвід, застосування негнучких форм прив'язки робить неможливим застосування номінального валютного курсу в якості інструменту пом'якшення зовнішніх шоків, сприяє посиленню залежності економіки від кон'юнктури світових ринків. Відкритість економіки до негативних зовнішніх шоків може поставити під загрозу стійке зростання економіки в довгостроковому періоді.

Перехід до більш гнучкого валютного режиму дозволяє використовувати валютний курс для згладжування впливу зовнішніх негативних шоків на економіку та направити зусилля на розвиток внутрішнього ринку, зосередити увагу монетарної влади на забезпеченні цінової стабільності. Це, в свою чергу, дозволить досягти стабільного зростання в довгостроковому періоді.

При відході від фіксованого курсоутворення необхідно надати економіці новий номінальний якір, який має стабілізувати очікування економічних агентів. Як свідчать численні приклади, найбільш доцільним є перехід до забезпечення цінової стабільності, досягнення якої відповідає цілям довгострокового стабільного зростання [96].

Таргетування грошової пропозиції полягає у встановленні в якості проміжної мети грошово-кредитної політики певного значення монетарного агрегату для досягнення цінової стабільності в довгостроковому періоді.

Традиційно даний підхід застосовувався в економіках, які були занадто великі та не могли обрати валюту якоїсь країни в якості номінального якоря. В різний час грошове таргетування застосовувалося у Великобританії, Німеччині, Японії, США та ін [97].

Крім того, даний підхід є доцільним для застосування у випадку перехідної економіки, якій недостатньо валютних резервів для підтримки стабільного курсу [67].

За таких умов найбільшого застосування набувають інструменти монетарної політики, які дозволяють оперативно коригувати обсяги грошової пропозиції. Серед таких інструментів особливе місце займають операції на відкритому ринку, що дають можливість досить точно розраховувати вплив на величину грошової бази, а також механізм обов'язкового резервування, що дозволяє обмежити мультиплікативне зростання депозитів та, відповідно, контролювати розширення широкої грошової пропозиції. Проте обов'язкове резервування втрачає своє активне значення та слугує переважно для підтримання дієвості інших інструментів за допомогою стабілізації попиту на гроші центрального банку. За допомогою активної процентної політики досягається опосередкований вплив на кількісні показники грошово-кредитного ринку, а саме – банківську ліквідність.

Перевага таргетування грошової пропозиції порівняно з режимом таргетування обмінного курсу полягає в тому, що центральний банк може пристосовувати свою монетарну політику у відповідності до внутрішньоекономічних умов. Тобто монетарна політика стає дієвим засобом впливу на інфляцію та коливання випуску, що є неможливим за фіксованого курсоутворення.

Позитивною рисою грошового таргетування, як і режиму таргетування обмінного курсу, є те, що інформація щодо того, чи досяг центральний банк задекларованих цілей, стає відомою майже одразу. Адже статистика щодо монетарних агрегатів публікуються з невеликим часовим лагом. Таким чином, громадськість досить швидко отримує сигнал щодо стану та перспектив розвитку грошово-кредитного ринку та інфляційних процесів.

Це, по-перше, дозволяє формувати необхідні очікування, що сприяє зниженню інфляції, а, по-друге, обмежує дії влади в напрямі занадто експансіоністської політики.

З іншого боку, однією з ключових передумов проведення успішної грошово-кредитної політики є її зрозумілість та довіра до неї з боку громадськості. Проте цілі щодо підтримання на певному рівні монетарних

агрегатів, якщо і публікуються, то не є зрозумілими для широкого загалу, а, отже, і не можуть формуватися необхідні інфляційні очікування.

Крім того, грошове таргетування може проводитись успішно лише за умови наявності стійкого взаємозв'язку між грошовим агрегатом, що використовується у якості проміжної цілі, та кінцевою метою – інфляцією. Стабільність або передбачуваність змін у швидкості обертання грошей, що є відображенням попиту на них, є одним з ключових елементів трансмісії рішень монетарної політики до змін у реальних показниках.

Крім того, можливості центрального банку у впливі на більш широкі грошові агрегати є достатньо обмеженою через суттєві зміни грошового мультиплікатора, який визначається роботою фінансових ринків. Це також виступає фактором невизначеності трансмісії (рис. 1.7).

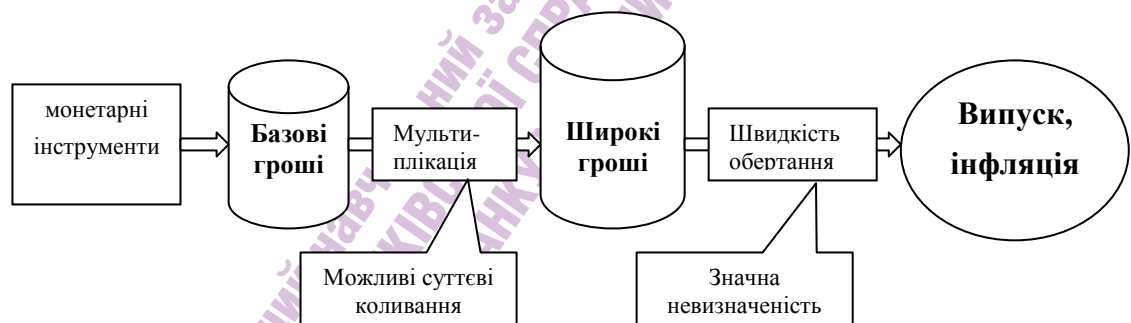


Рис.1.7. Схема дії монетарної трансмісії за режиму таргетування грошової пропозиції

У більшості розвинутих країн, які застосовували грошове таргетування, відмова від нього була зумовлена саме важкістю передбачення попиту на гроші. Для перехідних економік, зв'язок між грошовими агрегатами та інфляцією традиційно є слабким, що спричиняється активними процесами ремонетизації. Тому в більшості таких країн, включаючи і країни СНД, цілі щодо грошових агрегатів хоча і декларуються, але найчастіше не виконуються, або просто коригуються постфактум [98, с.12].

Як показав досвід, в багатьох перехідних економіках в періоди неочікуваної швидкої ремонетизації, коли зниження темпів інфляції

поєднувалось з монетарною експансією, суворе додержання цілей по монетарним агрегатам могло призвести до значної рецесії.

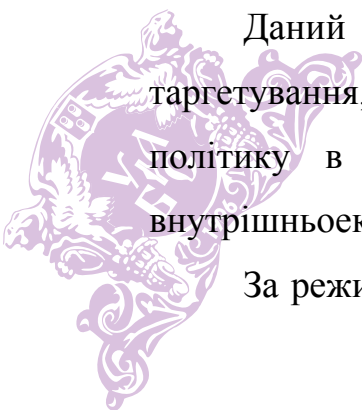
Прикладом цього може бути ситуація в Україні в 2001-2002 роках, коли значне зростання грошової маси супроводжувалося зниженням темпів інфляції та зростанням ВВП. У 2002 за зростання реального ВВП до 5.2%, дефляції 0.6%, зростання грошової маси становило 41.7%, при тому що орієнтири її зростання встановлювались на рівні 18-20%. Тобто, якщо б грошова пропозиція обмежувалася згідно з цільовим значенням, це могло призвести до значних втрат реального зростання для економіки.

Труднощі, з якими стикалися країни, що проводили монетарну політику з використанням обмінного курсу або монетарних агрегатів в якості проміжних цілей, призвели до появи на початку 90-х років такого режиму монетарної політики як інфляційне таргетування.

Найбільш суттєвою характеристикою інфляційного таргетування є встановлення в якості першочергової цілі монетарної політики досягнення певного наперед кількісно визначеного показника інфляції. Інфляційне таргетування включає наступні основні елементи: 1) публічне оголошення кількісно виражених середньострокових цілей щодо інфляції; 2) зобов'язання щодо дотримання цінової стабільності в якості першочергової, довгострокової мети монетарної політики; 3) інформаційну стратегію, за якої послаблюється роль проміжних цілей (таких як зростання грошової пропозиції, рівень валютного курсу); 4) зростання прозорості стратегії монетарної політики через комунікації з громадськістю та ринками відносно планів та задач монетарної влади; 5) підвищення відповідальності центрального банку за досягнення цілей щодо інфляції [99].

Даний режим має декілька суттєвих переваг. Як і режим грошового таргетування, інфляційне таргетування дозволяє використовувати монетарну політику в якості дієвого засобу впливу на економіку залежно від внутрішньоекономічних умов.

За режиму інфляційного таргетування монетарна політика має спиратися



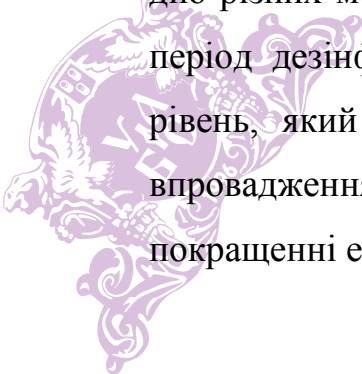
на розвинений трансмісійний механізм. Особливо посилюється роль каналу відсоткових ставок, адже центральний банк має змогу проводити ефективну процентну політику, що є неможливим за керованого курсоутворення.

З огляду на це, необхідним є достатньо розвинений фінансовий ринок, що забезпечує перелив капіталів між його секторами. При цьому особливо посилюються вимоги до функціонування валютного ринку, який за умов гнучкого курсоутворення має бути достатньо ліквідним та ємним.

З іншого боку, запровадження інфляційного таргетування країнами, що розвиваються, певним чином сприяло розвитку монетарної трансмісії. По-перше, перехід до гнучкого курсоутворення дозволяє монетарній політиці працювати через ще один додатковий канал – валютного курсу. По-друге, при успішному застосуванні режиму інфляційного таргетування підвищується вплив центрального банку на очікування, що допомагає стабілізувати рівень цін. Крім того, перехід центральним банком до застосування операцій ринкового типу сприяє зміцненню процентного каналу [100].

З іншого боку, встановлення кількісно визначеної цілі щодо інфляції підвищує відповідальність центрального банку і таким чином усуває проблему часової невідповідності (за декларування цілей щодо забезпечення цінової стабільності в довгостроковому періоді, центральний банк через політичний тиск шляхом експансивної політики починає переслідувати цілі по зростанню випуску або зниженню безробіття, і таким чином провокує інфляційні процеси). Тобто, значно зменшується ризик політичного тиску на центральний банк.

Найбільш суттєвим зауваженням до режиму інфляційного таргетування є те, що його застосування може призвести до низького та нестабільного зростання випуску та зайнятості. Проте, як зазначає Ф.Мишкін, порівнюючи дію різних монетарних режимів в багатьох країнах, після зниження випуску в період дезінфляції, випуск та безробіття щонайменше повертаються на той рівень, який був до цього [97]. Деякі дослідники стверджують, що саме впровадження інфляційного таргетування відіграє вирішальну роль у покращенні економічного стану країни [101].



Під сумнів ставиться також і можливість повного контролю інфляції центральним банком, особливо в перехідних економіках. Багато інфляційних чинників мають не монетарну природу, а пов'язані зі структурними змінами в економіці, діяльністю монополій, адміністративним ціноутворенням та ін [102].

Критики застосування прямого таргетування інфляції також зауважують, що за умови виникнення певних непередбачуваних шоків для економіки явищ, центральний банк, що зобов'язується дотримуватись цільового показника інфляції, не зможе втримати його значення у наперед визначених межах. Проте багато країн в якості цільового показника інфляції обирають індекс базової інфляції, що не враховує ціни на продукти харчування та енергоносії та зміну непрямих податків, що дає центральному банку можливість досягти інфляційної цілі.

Центральні банки більшості країн, які проводять політику повномасштабного таргетування інфляції, використовують в якості операційного орієнтира певну короткострокову процентну ставку строком від овернайт до трьох місяців. Зростаюча тенденція до використання короткострокових процентних ставок в якості операційного цільового показника узгоджується з більш широкою тенденцією відмови від цільових показників грошової маси. Популярність короткострокових процентних ставок як операційних орієнтирів в цілому означає, що центральні банки вирішили згладжувати коливання попиту на банківські резерви або залишків розрахункових засобів.

Всі центральні банки, що застосовують таргетування інфляції, спираються на непрямі ринкові інструменти грошово-кредитної політики. Непрямі інструменти найбільшою мірою відповідають цілям управління ліквідністю на повсякденній основі, швидкого реагування на інфляційні потрясіння, передачі сигналів щодо цілей політики центрального банку, мінімізації кредитного ризику і розвитку фінансових ринків. Центральні банки використовують операції на відкритому ринку у формі купівлі/продажу цінних паперів уряду або, частіше, зворотних операцій з цінними паперами. Більшість



центрального банку, що застосовують таргетування інфляції, використовують регулярні операції РЕПО і прямі операції для покриття основних потреб в ліквідності; час проведення таких операцій, а іноді і терміни погашення, близько прив'язуються до характеристик періоду підтримки необхідних резервів. Нерегулярні операції іноді використовуються для внесення невеликих додаткових коректив в обсяги ліквідності відповідно до поточної ситуації. Умови проведення операцій на відкритому ринку можуть розроблятися з урахуванням необхідності більш чіткої передачі сигналів про політику, що проводиться.

З огляду на світову фінансово-економічну кризу, погляди на застосування інфляційного таргетування як найбільш оптимального монетарного режиму почали піддаватися сумніву. Зокрема, Ісландія, Румунія та Сербія, які застосовували режим інфляційного таргетування, були серед тих країн, що найбільше відчули на собі вплив кризи та одними з перших звернулись до Міжнародного валютного фонду за фінансовою підтримкою.

Зазначені країни не мали достатнього обсягу золотовалютних резервів, оскільки режим інфляційного таргетування не передбачає їх накопичення, тому і не змогли згладити вплив різкого відтоку валюти.

Застосування інфляційного таргетування також не дає центральному банку можливості реагувати на значні дисбаланси на фінансовому ринку та ринку нерухомості, які не супроводжуються зростанням індексів споживчих цін. Тому концентрація монетарної політики саме на споживчій інфляції, на думку Дж. Франкела, призвела до масштабних економічних криз [103].

Варто відмітити також, що існують більш гнучкі монетарні режими, які хоча і базуються на забезпеченні цінової стабільності, проте не є інфляційним таргетуванням. Серед них можна відмітити підхід Європейського центрального банку та Національного банку Швейцарії, основна мета яких полягає у забезпеченні цінової стабільності, проте прогноз інфляції не є єдиним вирішальним фактором для зміни політики.

Приміром, при прийнятті рішень щодо ключової відсоткової ставки



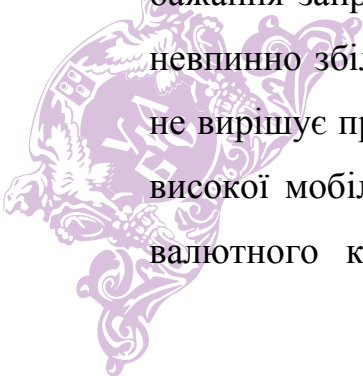
Керуюча Рада Європейського центрального банку виходить не тільки з прогнозного рівня інфляції, а розглядає економічний розвиток в комплексі (як з загальноекономічного, так і монетарного ракурсів) з метою оцінки ризиків ціновій стабільності. Розглядаються всі економічні процеси, що мають вплив на цінову стабільність в середньостроковому періоді. На основі використання широкого спектру економічних та фінансових показників за допомогою моделей розробляються перспективні оцінки щодо подальшого розвитку економіки та цінових процесів [29].

Крім того, Європейський центральний банк і Національний банк Швейцарії можуть самостійно визначати для себе той прийнятний часовий діапазон, в якому вони можуть привести показник інфляції в цільову траєкторію.

Потрібно також відзначити, що існують підходи до проведення монетарної політики без встановлення явного номінального якоря. Прикладом успішного застосування такого режиму є політика, яку проводить Федеральна Резервна Система США. У випадку застосування такого режиму монетарної політики, монетарна влада не оголошує ніяких кількісних цілей, декларуючи зобов'язання щодо забезпечення стабільності цін в довгостроковому періоді.

При цьому монетарна влада може варіювати використання інструментів на дискреційній основі у відповідності до поточних потреб. Вибір інструментів, в такому разі, підпорядкований зобов'язанням по досягненню оперативної цілі та може варіюватися в досить широкому діапазоні.

За даними Міжнародного валютного фонду серед країн, що розвиваються, більшість застосовують режим фіксованого валютного курсу. Проте кількість країн, що переходять до більш гнучкого валютного курсу та висловлюють бажання запровадити інфляційне таргетування, починаючи з кінця 90-х років, невпинно збільшується. Це пов'язано з тим, що таргетування обмінного курсу не вирішує проблему грошово-кредитної та фіскальної нестабільності за умови високої мобільності транснаціонального спекулятивного капіталу. Переоцінка валютного курсу, недостатня довіра до фіскальної та монетарної влади,



невважена політика в сфері державного боргу призвели до поширення спекулятивних атак та фінансових криз в багатьох країнах, що притримуються таргетування обмінного курсу.

Аналогічні проблеми виникли і в Україні. Необхідність поступового переходу до більшої гнучкості валютного курсу зумовлюється наступними причинами:

- орієнтація на валютний курс в якості номінального якоря економіки призвела до значної зовнішньої залежності економіки України [104].

- як показав досвід початку 2005 року, за умови фіксованого курсу загроза фінансовій системі з боку спекулятивного капіталу є досить значною. Лише адекватні дії Національного банку дозволили не допустити значного припливу «гарячих» коштів, що у разі їх втечі після ревальвації гривні завдало би значних втрат фінансовій системі України.

- валютний курс практично втратив своє сигнальне значення. Суб'єкти господарювання та домогосподарства не мають стимулів до захисту від валютного ризику, що зробило фінансову систему, а через неї і всю економіку, вразливою до зовнішньоекономічних шоків.

- прив'язка курсу гривні до долара США стала причиною «імпорту» шокових явищ в економіку України.

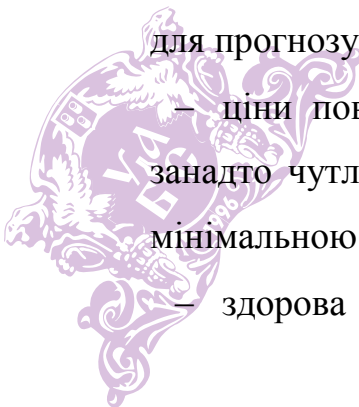
Як правило, зазначається, що необхідними передумовами переходу до інфляційного таргетування є:

- інституційна незалежність центрального банку та відсутність будь-якого фіскального тиску на нього, що може створити конфлікт з інфляційними цілями.

- добре розвинуті аналітичні можливості та інфраструктура, що необхідна для прогнозування інфляції.

- ціни повинні бути повністю дерегульовані, економіка не повинна бути занадто чутливою до товарних цін та обмінних курсів, доларизація має бути мінімальною.

- здорова фінансова система. Для ефективної монетарної трансмісії,



банківська система має бути стійкою, а ринки капіталів добре розвинутими.

Проте, як показує досвід багатьох країн, що розвиваються, для успішного запровадження інфляційного таргетування ці передумови потрібно розглядати як бажані, а не обов'язкові.

Як зазначає Ф. Мишкін: фіскальна, фінансова та монетарна складові не мають бути повністю впорядкованими, щоб забезпечити належні макроекономічні результати при впровадженні інфляційного таргетування, скоріше важливим є суворе зобов'язання щодо розвитку цих складових та спрямування зусиль на їх подальший розвиток [105, с.22].

Режим монетарної політики, який найбільшою мірою відповідає як макроекономічній ситуації України, так і її інституційній структурі, має бути спрямований на забезпечення цінової стабільності, проте і відрізнятися від режиму інфляційного таргетування.

Згідно з визначенням МВФ (Класифікатор режимів обмінних курсів та підходів до проведення монетарної політики) інфляційне таргетування передбачає публічне проголошення кількісної мети щодо інфляції з інституційним зобов'язанням органу, що реалізує грошово-кредитну політику, по досягненню цієї цілі [106].

Крім того, ключовими рисами інфляційного таргетування є підвищення ролі комунікацій з громадськістю та підзвітності центрального банку у досягненні його інфляційної мети. Рішення щодо монетарної політики скеровуються відповідно до відхилень майбутнього прогнозованого рівня інфляції від проголошеної цілі, таким чином, прогноз інфляції виступає (явно чи неявно) в якості проміжної цілі монетарної політики.

При цьому, у випадку України даний режим у його незмінному вигляді не може бути застосований через наявність рис, що обмежують його гнучкість при необхідній реакції монетарної політики у відповідь на кризу.

На сучасному рівні розвитку економіки України, одноосібна відповідальність Національного банку за виконання цілі по інфляції ускладнюється з огляду на існування великої кількості немонетарних чинників

інфляції. Серед них зовнішні чинники інфляції, значна частка продуктів харчування у споживчому кошику, значна кількість адміністративно регульованих цін та тарифів.

Звичайно, можна передбачити що Національний банк не несе відповідальності за недосягнення цілі по інфляції, якщо зміни у цінах спричиняються дією зазначених немонетарних чинників. Однак це зробить цілі монетарної політики незрозумілими для громадськості.

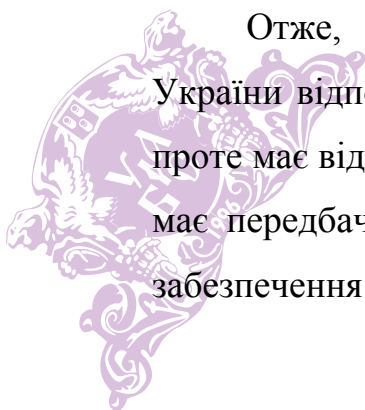
Натомість більш ефективним може бути розмежування сфер відповідальності за підтримку певного рівня цін між Національним банком та Урядом. Проте в даному випадку, монетарний режим не може бути класифікований як інфляційне таргетування.

Декларування в якості проміжного показника прогнозу інфляції, обмежує гнучкість монетарної політики. В сучасних умовах, коли чинники інфляції мають переважно немонетарний характер, реакція монетарної політики лише на відхилення прогнозованого рівня інфляції від цільового значення може завдати невиправданих втрат для реального зростання.

В умовах фінансової кризи центральний банк має спрямовувати значні ресурси на підтримку банків, що може не узгоджуватись з ціллю по інфляції. Отже, забезпечення заданого рівня інфляції може суперечити завданню по підтримці фінансової стабільності. Втім, за умов розгортання фінансової кризи, втрати для економіки можуть бути більшими, ніж від певного зростання інфляції.

З цих позиції, для умов України необхідний більш гнучкий підхід, ніж стандартне інфляційне таргетування. Більш раціональним виглядає підхід до проведення монетарної політики Європейського центрального банку.

Отже, найбільшою мірою довгостроковим цілям розвитку економіки України відповідає режим, що базується на забезпеченні цінової стабільності, проте має відмінні від інфляційного таргетування риси. По-перше, такий режим має передбачати спільну відповідальність Уряду на Національного банку за забезпечення цінової стабільності. По-друге, при прийнятті рішень щодо



монетарної політики має враховуватись перспективний розвиток економічних процесів в комплексі.

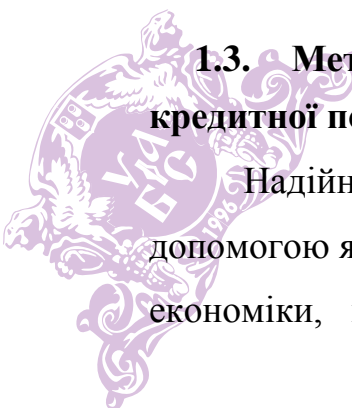
Звичайно, перехід до запровадження такого режиму має бути виваженим і поступовим. Це стосується передусім валютно-курсової політики, адже валютний курс чинить значний вплив на економічні процеси в Україні. Перехід до першочергового забезпечення цінової стабільності не означає повного відходу від практики інтервенцій на валютному ринку. Щоб уникнути потенційних проблем фінансової нестабільності, але зберегти контроль над інфляцією, центральний банк має підвищити прозорість проведення інтервенцій на валютному ринку, шляхом пояснення громадськості і ринку, що метою цих інтервенцій є згладжування коливань обмінного курсу, і не заважає валютному курсу досягти його ринкового значення в довгостроковому періоді.

Крім того, стабільність гривні у широкого загалу асоціюється передусім з курсовою стабільністю. Отже, необхідно приділити значних зусиль при розробці інформаційної стратегії, щоб «змістити» орієнтири громадськості з зовнішньої складової стабільності національної грошової одиниці на внутрішню (валютний курс), тобто показник інфляції.

Отже, необхідним є поступовий перехід до більшої гнучкості валютного курсу та іншого режиму монетарної політики. Найбільш перспективним варіантом монетарного режиму є такий, що базується на забезпеченні цінової стабільності, який матиме риси з інфляційним таргетуванням, проте враховуватиме специфіку вітчизняної економіки. Запровадження такого режиму може забезпечити економіку надійним номінальним якорем, який відповідав би перспективам її розвитку та міг би забезпечити цінову стабільність в довгостроковій перспективі [107].

1.3. Методичні аспекти дослідження результативності грошово-кредитної політики

Надійність ланцюга реакцій між фінансовими та реальними змінними, за допомогою якого рішення монетарної влади відбиваються на реальному секторі економіки, визначає межі ефективного застосування монетарних важелів



регулювання.

Важливість дослідження характеристик монетарної трансмісії полягає в тому, що при прийнятті рішень щодо застосування тих чи інших інструментів грошово-кредитної політики, необхідно обґрунтовано прогнозувати результати впливу заходів на макроекономічні змінні, вміти передбачати їх наслідки і вимірювати результативність. Крім того, визначення чинників, що знижують дієвість заходів монетарної політики та, відповідне їх нівелювання, може підвищити результативність грошово-кредитного регулювання.

Термін "трансмісійний механізм монетарної політики" застосовується до всього процесу, через який монетарна політика центрального банку впливає на макроекономічні змінні, такі як економічне зростання та інфляція.

О.Сніжко зауважує, що конкретні специфічні трансмісійні механізми можна розглядати з двох позицій:

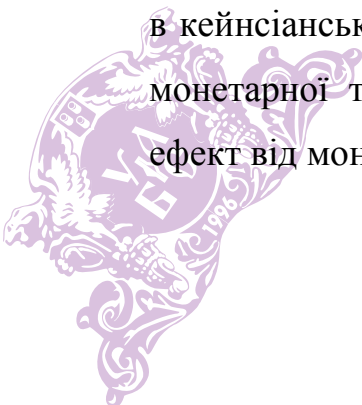
за методом (каналом) впливу – розглядається через які якісні та кількісні змінні діє на реальний сектор монетарна політика (відсоткову ставку, валютний курс, обсяги кредитів та ін.)

за характером впливу – розглядається на який компонент сукупного попиту діє монетарна політика (інвестиції, споживання, державні закупівлі або чистий експорт) [108].

В сучасній економічній літературі виділяють наступні канали грошово-кредитного передавального механізму [109] (рис. 1.8):

1. Канал процентних ставок;
2. Канал цін активів;
3. Кредитний канал.

Канал процентних ставок називають традиційним, його роль є ключовою в кейнсіанській моделі IS-LM. Традиційний кейнсіанський погляд на механізм монетарної трансмісії можна описати за наступною схемою, демонструючи ефект від монетарної експансії.



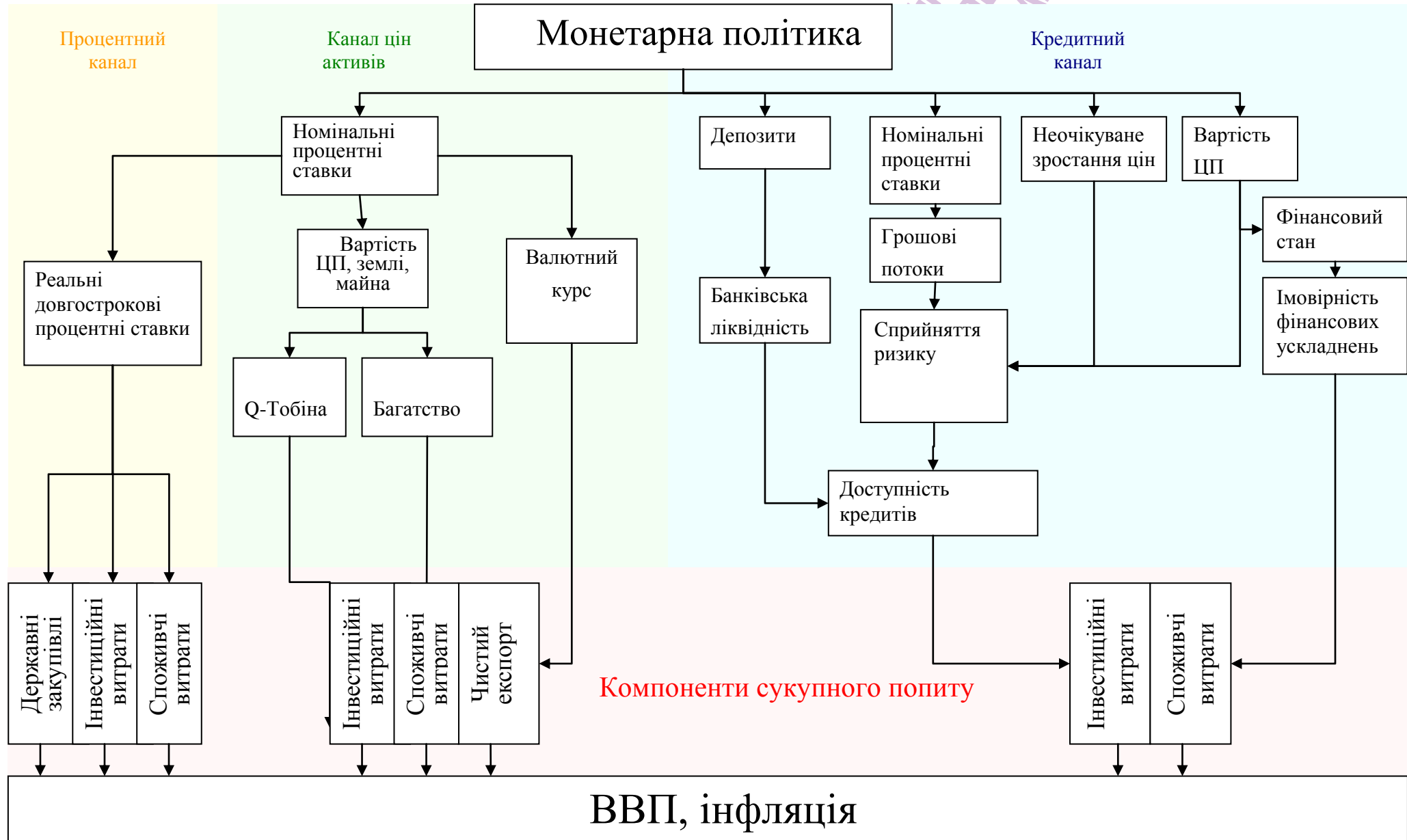


Рис. 1.8. Схема каналів монетарної трансмісії



Якщо пропозиція грошей зростає, то через механізм рівноваги на грошовому ринку знижуються короткострокові номінальні процентні ставки грошового ринку. Зниження короткострокових ставок грошового ринку призводить до зниження інших процентних ставок, що, в свою чергу, при врахуванні інфляційних очікувань сприяє зниженню довгострокових процентних ставок. Зниження реальних процентних ставок, тобто зменшення вартості залучення капіталу, призводить до зростання інвестиційних витрат, витрат домогосподарств на товари довгострокового використання, а також державних витрат. В результаті в економіці зростає сукупний попит, що призводить до збільшення випуску.

В більшості розвинутих країн з ринковою економікою дія цього каналу вважається визначальною і найбільше приймається до уваги при прийнятті рішень щодо монетарної політики. Особливою мірою це стосується країн, де запроваджено режим інфляційного таргетування. За запровадження такого режиму за базове береться припущення щодо впливу офіційної ставки центрального банку на короткострокові ставки ринку, що через процентний канал в підсумку відображається на розриві виробництва та інфляційному тискові. Хоча в разі високої інтегрованості економіки та взаємозамінюваності національних та іноземних фінансових активів втрачається взаємозв'язок між короткостроковими внутрішніми процентними ставками та реальними довгостроковими процентними ставками, тобто припиняє діяти традиційна схема встановлення процентних ставок.

Наслідком макроекономічної нестабільності (непередбачуваність інфляції) і напруженої політичної ситуації, проблем збору і оцінки економічної інформації на мікрорівні є висока частина премії за ризик в структурі відсоткової ставки українських банків, що робить канал відсоткових ставок малодієвим. Зміна ставки відсотка не обов'язково вплине на рішення щодо інвестування та споживання, а, отже, і на сукупний попит.

З огляду на домінування на фінансовому ринку України банківського кредиту та недорозвиненість інших сегментів фінансового ринку, попит на

кредитні ресурси перевищує їх пропозицію, що робить попит на гроші низько еластичним за ставкою відсотка. Все це ускладнює діяльність банків як фінансових посередників, що віддзеркалюється в підвищенні премії за ризик і проведенні банками небажаної селекції. На кредитному ринку скоріш діють "нецінові" фактори, такі як доступність кредиту.

Ключовим зауваженням монетаристів до кейнсіанського підходу аналізу ефектів монетарної політики на реальний сектор економіки, є те, що він фокусується лише на ставці відсотка. Монетаристи, розглядаючи трансмісійний механізм включають до нього ціни різних видів активів та багатство. Отже, канал цін активів може мати декілька варіантів: q -теорія Тобіна (Tobin's q theory), канал валютного курсу, ефект багатства [109].

Історично першим варіантом даного механізму трансмісії є q -теорія Тобіна, яка стверджує, що монетарна політика може впливати на економіку через ціну акцій. Інвестиційні витрати фірми залежать від співвідношення ринкової вартості фірми на фондовому ринку до відновлюваної вартості капіталу фірми (q). Коли q високе, то вартість капітального обладнання є дешевшою, ніж ринкова вартість фірми. Тоді компанії, які залучають капітал через випуск акцій, можуть купувати більше інвестиційних товарів. Відтак, зростання курсової вартості акцій полегшує фірмам фінансування інвестиційних проектів, оскільки збільшується співвідношення вартості фірми на фондовому ринку порівняно з вартістю купівлі її капіталу на ринку продукції. Як наслідок, інвестиційні витрати фірм зростають, що призводить до розширення реального обсягу виробництва.

Дія зазначеного каналу в економіці України є мінімальною, зважаючи на нерозвиненість фондового ринку. Більша частина договорів укладається торговцями цінними паперами на неорганізованому ринку (у 2006 році 94% заключених угод з торгівлі цінними паперами припадало на неорганізований ринок [110]), що перешкоджає реально оцінити цінні папери, обсяги їх реалізації. Крім того, можливість проведення «фіктивного котирування» призводить до викривлення цін.

Іншим важливим різновидом механізму грошової трансмісії на основі цін активів є канал валютного курсу (exchange rate channel). З інтернаціоналізацією економік та застосуванням плаваючого валютного курсу, все більше уваги приділяється тому, як монетарна політика впливає на валютний курс, а той, в свою чергу, на чистий експорт та випуск. Механізм дії каналу валютного курсу пояснюється наступним чином: в умовах монетарної експансії відбувається зростання пропозиції грошей і відповідне падіння внутрішніх процентних ставок, що зменшує попит на національні гроші, оскільки депозити в національній валюті стають менш привабливими, ніж депозити в іноземній валюті. В результаті цього відбувається падіння обмінного курсу національних грошей. Девальвація національної валюти робить вітчизняні товари дешевшими за імпортовані, що стимулює зростання експорту і зменшення імпорту, отже, в економіці збільшується попит з боку чистого експорту. А зростання чистого експорту, в свою чергу, призводить до збільшення сукупного випуску.

Проте необхідно враховувати, що вплив валютного курсу може бути неоднозначним. Зміна обмінного курсу, в першу чергу прямо впливає на ціни імпортованих товарів і, відповідно, на споживчі ціни. По-друге, змінюватиметься конкурентоспроможність економіки на міжнародних ринках. Зміна обмінного курсу призводить до зміни цін внутрішніх товарів в порівнянні з іноземними товарами, що впливає на обсяги чистого експорту. І, по-третє, дані дії позначаються на балансових позиціях всіх економічних гравців, які мають активи або зобов'язання в іноземній валюті і схильні до валютного ризику.

Як уже зазначалося, канал валютного курсу найсильніше діє в при плаваючому курсоутворенні. В Україні з 1999 по 2008 роки фактично діяв режим фіксованого валютного курсу, тому дія каналу валютного курсу є значно модифікованою, хоча, напевно, визначальною.

Потрібно враховувати, що за позитивного сальдо платіжного балансу в 2000 – 2008 роках Національний банк України для підтримання валютного курсу був змушений викуповувати значні обсяги валюти, збільшуючи тим самим грошову базу, тобто грошова емісія протягом цього періоду переважно

здійснювалась Національним банком через канал валютного ринку, тобто грошова пропозиція була залежною від обмінного курсу. Тому спостерігалася ситуація обернена до описаної вище теоретичної схеми за режиму плаваючого курсоутворення: від курсу, за яким здійснюються інтервенції залежить обсяги грошової пропозиції та, відповідно, динаміка процентних ставок.

Багато авторів зауважують, що завдяки реальному знеціненню гривні відбувалось зростання чистого експорту, а звідти і всієї економіки [111, 112].

З огляду на зростаючу зовнішню заборгованість вітчизняної економіки, курсова динаміка також зумовлює суттєвий балансний ефект. Обмінний курс гривні безпосередньо впливає на динаміку імпорту цін. Виходячи з ролі курсу як фактичного номінального якоря, його динаміка значною мірою впливає на інфляційні очікування. Тобто через канал валютного курсу здійснюється вплив як на інфляційну динаміку, так і на сукупний випуск.

Ефект багатства базується на тому, що розширення грошової пропозиції веде до підвищення цін акцій, що призводить до збільшення багатства домогосподарств. Відповідно, збільшується їх поточне споживання (в даному випадку – всіх видів товарів), що веде до збільшення випуску.

Але в Україні населення має низький рівень знань щодо переваг вкладання вільних коштів в цінні папери, бракує мінімально необхідної інформації про події на фондовому ринку, до того ж, відсутня торгівельна інфраструктура для дрібних інвесторів [113]. Тому дія цього каналу може проявлятися в розвинутих країнах, де домогосподарства є одними з головних інвесторів, але не в Україні.

Існування різних варіацій кредитного каналу пояснюється несиметричним розподілом інформації на фінансових ринках і, відповідно тим, що фірми зіштовхуються зі зміною співвідношення між вартістю зовнішніх запозичень (шляхом емісії боргових зобов'язань або акцій) і альтернативними витратами інвестування власних засобів [114]. Робиться припущення, що результатом інформаційних проблем на кредитному ринку є виникнення каналів банківського кредитування, балансового, грошових потоків,

неочікуваних змін в рівні цін, ліквідності домогосподарств.

Існування каналу банківського кредитування пояснюється тим, що банки найбільш вдало вирішують проблеми асиметрії інформації на фінансових ринках. Природно, що існує певна кількість позичальників, які не мають доступу до ресурсів кредитного ринку і змушені отримувати їх через банки. Це стосується передусім їх відносин з такими позичальниками як невеликі (малі і середні) фірми або домашні господарства, які не можуть залучати фінансування з небанківських джерел, і де проблеми асиметрії інформації особливо помітні. Зрештою, великі фірми здатні безпосередньо залучати кошти через фондовий ринок без допомоги банків. Робота цього каналу пояснюється наступним чином: з розширенням грошової пропозиції в першу чергу збільшується обсяг депозитів в банках. Відповідно із зростанням об'єму ліквідних засобів збільшується кількість банків готових сприймати більший ризик та зменшуються вимоги до позичальників і, як наслідок, розширюється пропозиція кредитних ресурсів, що призводить до збільшення можливостей щодо інвестування, та відповідного підвищення сукупного випуску.

Дослідження дії каналу банківського кредитування, зазвичай, базуються на припущенні того, що банки з більш слабкими позиціями знижують пропозицію кредиту у відповідь на рестрикційну монетарну політику [115, 116, 117].

Дія цього каналу в українській економіці є значно модифікованою, але є досить суттєвою. По-перше, роль банків у перерозподілі фінансових ресурсів за недостатнього розвитку фондового ринку є визначальною. По-друге, роль нецінових факторів, таких як селекція та ризик неповернення, при видачі кредитів в Україні є, напевно, переважною. Але відмінність від класичної схеми цього каналу полягає у тому, що залежними від банківського кредитування є не тільки невеликі фірми і домогосподарства, а й великі підприємства.

Дія балансового каналу (balance sheet channel), як і каналу банківського кредитування, пояснюється існуванням асиметрії інформації на кредитному ринку. Припускається, що зі збільшенням грошової маси відбувається

зростання абсолютних цін на фінансові активи – зростає вартість акцій фірми, її власного капіталу. Власний капітал може виступати у якості своєрідної застави, яка може бути використана банком для відшкодування своїх збитків у разі невиконання позичальником своїх зобов'язань, крім того, чим вища величина власного капіталу, тим менші стимули власника до ризикових інвестицій, бо за несприятливих умов він може втратити не лише позичені кошти, а й власний капітал. Отже, зі зростанням власного капіталу зменшуються фінансові ризики для банків, і вони надають більше позик. Це призводить до збільшення інвестицій, які фінансуються за рахунок банківського кредиту. При цьому дослідження дії каналу балансового каналу базуються на припущеннях щодо інвестиційної поведінки фірм при скороченні кредиту [118, 119].

Більшість українських фірм не мають доступу до ресурсів фондового ринку, а їх цінні папери не котуються торгівельних майданчиках. Тому сумнівним є припущення, що балансові позиції українських фірм можуть масово покращитись при зростанні цін фондового ринку.

Аналогічні припущення про причини розширення кредитування в економіці при збільшенні грошової пропозиції приймаються в інших трьох різновидах кредитного каналу грошової трансмісії. Так, у випадку каналу грошових потоків (cash flow channel) зниження ризику кредитування пояснюється зростанням грошових потоків у фірм при розширенні грошової маси, тобто підвищенням ліквідності, що гарантує повернення позичкових ресурсів. Крім того, якщо фінансування діяльності фірм здійснюється за значної частки кредитних ресурсів, зміна монетарних умов діє аналогічно зміні продуктивності.

Канал грошової трансмісії, пов'язаний з ефектом ліквідності домогосподарств (households liquidity effect), діє через іншу компоненту агрегованого випуску – споживання. Зокрема, зростання цін фінансових активів спричиняє збільшення чистих активів домогосподарств (припускається, що їх борги виражені в номінальних величинах, а заощадження зберігаються у фінансових активах). Відповідно, знижується ймовірність настання фінансової

скрути, і домогосподарства збільшують витрати на споживання предметів тривалого користування та нерухомість, тобто відбувається збільшення сукупного попиту та відповідне зростання випуску.

Дія різновидів кредитного каналу, що пов'язані з існуванням балансового ефекту, є незначною через незначну частку фінансових активів у балансах домогосподарств, про що вже зазначалося раніше.

Для каналу непередбаченого зростання рівня цін (unanticipated price level channel) зниження ризику кредитування пояснюється тим, що у разі зростання загального рівня цін поліпшується фінансовий стан фірм. Фінансові зобов'язання реального сектора виражаються, як правило, в номінальних величинах і, відповідно, знецінюються при зростанні цін. В той же час, фірми мають в своєму розпорядженні реальні активи, вартість яких не змінюється при підвищенні рівня цін в економіці.

З переходом центральних банків розвинених країн до проведення відкритої та прозорої монетарної політики, все більше уваги стало приділятися каналу очікувань. Вважається, що за умов існування довіри економічних суб'єктів до дії центрального банку, канал очікувань може бути одним з найбільш швидких та сильних [120]. Відкрите проголошення кінцевої мети монетарної політики є важливим інструментом впливу на інфляційні очікування. Приміром, центральний банк відкрито проголошує ціль по інфляції, яка нижче за поточне значення. В такому випадку, громадськість змінює свої очікування майбутньої інфляції в сторону зниження, і припускає більш рестрикційну монетарну політику у майбутньому. Сама по собі зміна очікувань робить монетарну політику більш жорсткою і за всіх інших незмінних умов, реальні відсоткові ставки зростають. При цьому проявляється прямий ефект впливу на ціни. В низькоінфляційному середовищі, всі економічні агенти підвищують ціни більш обережно, ніж в економіці з високою інфляцією, оскільки поспіх з підвищенням цін може призвести до погіршення конкурентоспроможності їх продукції. Може статися і зворотна ситуація, зниження довіри громадськості до дій центрального банку у виконанні

інфляційної цілі підсилює негативні очікування і прискорює інфляційні процеси.

Канал очікувань проявляє себе і в Україні. На початкових етапах розвитку української економіки, які характеризувалися гіперінфляцією, цей канал переважав всі інші, оскільки негативні очікування слугували однією з причин розкручування інфляційних процесів. В такому випадку канал очікувань домінує над всіма іншими [121]. Починаючи з 2000 року. Національному банку вдалося стабілізувати інфляційні очікування завдяки «де-факто» фіксації обмінного курсу. З огляду на значну волатильність інфляції в Україні в останні роки, канал очікувань не може використовуватись монетарною владою в повній мірі.

Однією з необхідних умов результативності монетарного режиму, заснованого на забезпеченні цінової стабільності, є наявність дієвого механізму передачі імпульсів грошово-кредитної політики в реальний сектор економіки.

Необхідно відзначити, що як в наукових колах, так і в колах економістів-практиків не існує єдиного погляду на природу трансмісії і тривалість тих часових лагів, з якими дії монетарної політики впливають на економіку. Природа і дієвість трансмісійного механізму варіюються в залежності розмірів, структури і відкритості економіки.

Природно, в країнах, що розвиваються, вплив монетарної політики на економіку характеризуватиметься більшою мірою невизначеності в порівнянні з розвиненими країнами, що пов'язано з процесами інституційних і структурних змін в економічних системах та іншими обмежуючими чинниками.

Найповнішою роботою, яка присвячена природі трансмісійного механізму країн, що розвиваються, є огляд, підготовлений фахівцями Банку міжнародних розрахунків С.Камін, Ф. Тернера і Ж. Вантдака [122]. Також можна відзначити роботу К.Смідкової [120], в якій приводяться основні відмінні характеристики монетарної трансмісії в розвинених економіках та економіках, що розвиваються.

У дослідженні, проведеному Ганев і ін. [123], підкреслюється, що в умовах перехідної економіки певні обмежуючі чинники роблять традиційні інструменти монетарної політики менш ефективними, ніж в неокласичних умовах.

Зважаючи на помітно зростаючу важливість монетарної політики у сприянні стійкому зростанню економіки, відповідно посилюються спроби зрозуміти, описати та розробити базу знань щодо специфіки впливу грошово-кредитної політики на економіку тобто природи монетарної трансмісії.

Звичайно, що розробка питань, пов'язаних з дослідженням монетарної трансмісії, має найбільшу історію в країнах з розвинутою ринковою економікою.

Напевно класичними роботами з емпіричного дослідження трансмісійного механізму монетарної політики можна вважати дослідження науковців зі США. По-перше, саме науковцями США було розроблено теоретичне підґрунтя питань монетарної трансмісії, по-друге – є достатньо тривалі ряди статистичних спостережень, що дозволяють виявити закономірності розвитку економічних процесів на достатньо тривалих періодах часу. Серед цих робіт можна відзначити дослідження К.Сімса [124], М. Ейхенбаума [125], Л.Крістіано, С.Еванса [126], Е.Ліпер, Т.Жа [127], Б. Бернанке [128], І. Міхова [129] та ін.

При застосуванні монетарного режиму, що базується на цінovій стабільності, питання дослідження монетарної трансмісії набувають особливої актуальності, оскільки монетарній владі при проведенні політики необхідно мати оцінки того, як її дії вплинуть на цінovu динаміку та реальне зростання.

З цим пов'язана розробка питань монетарної трансмісії в розвинутих країнах, які в даний час вже перейшли до інфляційного таргетування. Серед перших з них були, зокрема, Нова Зеландія [130, 131], Канада [132, 133], Сполучене Королівство [134], Австралія [135, 136].

Потреба у розумінні монетарної трансмісії у новоствореній Євросоні, призвела до організації Співтовариства монетарної трансмісії (MTN), що

об'єднує економістів Європейського центрального банку та національних центральних банків для вивчення монетарної трансмісії на рівні Єврозони та окремих економік. Дослідження виділені в наступні напрямки: дослідження на основі макроданих [137, 138], дослідження впливу монетарної політики на інвестиційну динаміку нефінансових фірм на основі мікроекономічних даних [139], аналізу кредитної активності банків на основі даних їх балансів [140, 141]. В результаті, з'явилася дуже широка низка робіт, що присвячені питанням впливу монетарної політики як на всю економіку Єврозони, так і на економіки окремих країн-членів.

Необхідність проведення стабілізаційної монетарної політики в країнах-екс-членах соціалістичного табору призвела до розробки питань трансмісійного механізму в країнах Східної та Центральної Європи. Особливо цікавим є досвід побудови моделей трансмісійного механізму в країнах, які запровадили режим інфляційного таргетування: Чехія, Польща, Угорщина. На увагу заслуговують роботи К. Арностової та Ж.Хурнака [142], Б. Вонака [143], Е.Вробель та М.Павловської [144] та ін.

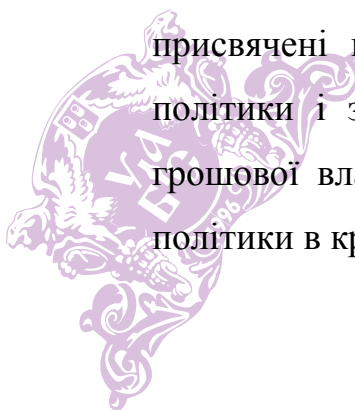
Серед розглянутих вище підходів до аналізу монетарної трансмісії можна виділити дослідження на основі описових і графічних даних, дослідження на основі використання інструментарію VAR-підходу, що не вимагають висування суворих припущень, а також дослідження на основі теоретичних моделей. Дослідження проводяться як на основі макроекономічних даних, так і інформації на мікрорівні про інвестиційну поведінку нефінансового сектора, або кредитну активність банків.

В даний час в економічній літературі широко використовується підхід до аналізу впливу шоків грошової політики на реальний сектор економіки і, відповідно, канали грошової трансмісії в короткостроковому періоді на основі так званого "підходу векторних авторегресій" (VAR approach), запропонованого Сімсом у 1970-х рр. Крістофер Сімс [145] запропонував нову і багатообіцяючу схему макроеконометричного аналізу: векторні авторегресії (VAR). VAR є лінійною моделлю, що містить p рівнянь з n змінними, де кожна змінна по черзі

пояснюється власними значеннями, узятими з лагами, а також поточними і минулими значеннями решти $n-1$ змінних. Ця проста схема забезпечила систематичний спосіб врахування різноманітної динаміки множинних часових рядів, а статистичний інструментарій, що додавався до VAR, було легко використовувати і інтерпретувати. Основна відмінність даного підходу від традиційного економетричного моделювання економічних процесів в тому, що він спрямований не на одержання висновків щодо оптимальної економічної політики, необхідної для досягнення проголошених економічних цілей, а на пошук емпіричних свідчень щодо реакції макроекономічних змінних на шоки економічної політики і виявлення адекватної теоретичної моделі економіки [146]. Теоретичні знання щодо природи економічних процесів визначають лише набір змінних, що включаються в модель, тоді як кінцева специфікація економетричної моделі (кількість лагів змінних) визначається емпірично.

Одними з перших робіт, присвячених розгляду ефектів грошово-кредитної політики на основі підходу векторних авторегресій, були роботи К.Сімса [124] та М.Ейхенбаума [125], при цьому розглядалися моделі векторної авторегресії без вектору екзогенних змінних. Застосування векторних авторегресійних моделей з екзогенними змінними пов'язане з роботами Л.Кристіано, М.Ейхенбаума, К. Еванса [126] та Б.Бернанки, І.Міхова [129]. Найбільш повний огляд основних результатів аналізу короткострокових ефектів грошово-кредитної політики і порівняння варіантів економетричних специфікацій у рамках підходу векторних авторегресій приведений у роботі Е.Ліпера, К.Симса і Т.Жа [127].

Досить цікавими є роботи Дробишевського і Козловської [147, 148], що присвячені порівняльному аналізу механізмів трансмісії грошово-кредитної політики і зіставленні фактичних (неявних) та заявлених проміжних цілей грошової влади залежно від обраного режиму грошово-кредитної і курсової політики в країнах з перехідною економікою, а також Росії.



Методологія дослідження будується на основі економетричного моделювання процесів в грошовій сфері і реальному секторі. Зокрема, аналіз каналів грошової трансмісії проводився шляхом побудови векторних авторегресійних моделей, а виявлення істинних проміжних цілей грошових властей – через оцінки параметрів альтернативних цільових функцій. Дослідження проводиться для наступних країн: Болгарія, Угорщина, Казахстан, Латвія, Литва, Польща, Румунія, Словаччина, Словенія, Хорватія, Чехія, Естонія та Російська Федерація.

Аналіз впливу грошових шоків на економіку проводився на основі побудови імпульсних функцій відгуку векторної авторегресійної моделі:

$$\begin{aligned} Y_t &= A(L^i)Y_{t-i} + Z_t + E_t, \\ Y_t &= (\ln M \quad \ln Y \quad \ln P)^T, \\ Z_t &= (X_1 \dots X_n) \end{aligned} \quad (1.1)$$

де $\ln M$ – показник грошової пропозиції; $\ln Y$ – реальний випуск; $\ln P$ – рівень цін, $X_1 \dots X_n$ – екзогенні змінні; E_t – вектор випадкових помилок; L^i – оператор лага.

Для обліку зовнішніх, не пов'язаних безпосередньо з динамікою грошової пропозиції, шоків (наприклад, фінансові кризи, зміна режиму грошово-кредитної політики) в моделі включалися логічні змінні, що відповідають за характерні моменти часу, а також проводилося окреме оцінювання як на всьому періоді спостережень, так і на окремих підперіодах.

Були зроблені висновки, що економетричні методи дослідження, які використовуються, у багатьох випадках не дозволяють виявити характер і напрям впливу грошових шоків на реальний випуск. Однією з причин цього є короткий проміжок часу (менше 10 років) з доступними статистичними даними і висока частотність (переважно місячні дані) спостережень; режим грошово-кредитної політики, якого дотримувалися грошова влада тієї або іншої країни, не мав вирішального значення при відповіді на питання, чи викликали грошові шоки ефекти в реальному секторі. В той же час, визначальним був розмір економіки.

Для емпіричного дослідження каналів грошової трансмісії в перехідних економіках використано підхід, заснований на аналізі відгуків імпульсних функцій і статистичних якостей рівняння випуску в моделі векторної авторегресії (з урахуванням корекції помилок, де це необхідно). Розглядалася наступна специфікація моделі:

$$\begin{aligned} Y_t &= A(L)Y_{t-i} + E_t \\ Y_t &= (\ln H_t \quad \ln Y_t \quad 0 \quad X_t)' \end{aligned} \quad (1.2)$$

де X позначає змінну, що характеризує той або інший канал грошової трансмісії. В рамках даного підходу висновок про наявність певного каналу трансмісії грошово-кредитної політики робився на основі аналізу графіка і статистичної значущості функції імпульсного відгуку реального випуску на шок грошового агрегату і змінної, що характеризує певний канал. Результатом тестування гіпотез про існування каналів трансмісії грошово-кредитної політики в країнах з перехідною економікою (Угорщина, Польща, Румунія, Хорватія, Чехія і Росія), вдалося знайти свідчення на користь існування хоча б одного каналу трансмісії грошово-кредитної політики.

Проте слід зауважити, що отримані Дробишевським і Козловською функції імпульсних відгуків мали погані статистичні характеристики та, в окремих випадках, неадекватно трактувалися.

До цього часу в Україні порівняно невелика кількість робіт була присвячена трансмісійному механізму в цілому та його окремим аспектам зокрема. В якості прикладів можна навести дослідження І.Дорошенка [149], Р.Тиракало та Б.Адаміка [150], А.Сігайова [151], М.Михаліченко, В.Гринів та В.Пачінськи [152].

Досить значна частка літератури присвячена дослідженню взаємозалежностей між монетарними індикаторами та різними макроекономічними змінними. Р.Тиркало та Б.Адамик [150] розглядають зв'язок між грошовою масою, реальним ВВП та інфляцією на основі розгляду регресійних рівнянь. На основі дослідження робиться висновок про слабкий зв'язок між грошовою пропозицією та економічною активністю та необхідність

проведення структурних реформ для активізації роботи передавального механізму грошово-кредитної політики.

І.Дорошенко виявив значний вплив на динаміку ВВП з боку грошової маси, який носить негативний характер, з огляду на зростаючу інфляцію. Крім того, знайдений зв'язок між відсотковими ставками та економічною динамікою, а також негативний вплив з боку інфляційних очікувань [149].

Підхід Р.Тиркало та Б.Адамика [150], І.Дорошенка [149] до дослідження впливу монетарної політики на економічну динаміку, коли в якості змінної, яка відображає стан монетарної політики, використовується монетарний агрегат або монетарна база, доволі часто застосовується в економічній літературі. Проте такий підхід до дослідження, як було виявлено пізніше, містить певні недоліки. Центральний банк має опосередкований вплив на приріст базових грошей та монетарних агрегатів, а, отже, неможливо оцінити весь ланцюг змінних у монетарному трансмісійному механізмі. Таким чином, залишається поза увагою значна частина монетарної трансмісії. Крім того, ці змінні не завжди адекватно та повною мірою відображують напрям грошово-кредитної політики, оскільки крім змін у грошовій пропозиції відображають також і зміни в попиті на гроші. Приміром, центральний банк намагається згладити різкі коливання відсоткових ставок завдяки збільшенню ліквідності, тобто шок зі сторони попиту на гроші буде сприйнятий монетарною владою. Отже, величина зростання грошового агрегату відобразатиме як зміну в попиті, так і напрями політики.

При цьому робився висновок про взаємозв'язок між зазначеними показниками. Однак, недоліком такого підходу, як це розглядалося вище, є те, що не відокремлені ефекти впливу пропозиції грошей та попиту на них з боку економіки. Отже, і нема відповіді на запитання: чи це зростаючий обсяг грошової пропозиції зумовлював зростання ВВП та цін, чи навпаки прискорення економічної динаміки вимагало зростання обсягу грошей в обігу. Тобто, не можна говорити про виявлення специфічного впливу монетарної політики.

Існує декілька підходів до розробки показника, що характеризує стан грошово-кредитної політики. Одним з них є підхід, запропонований К.Ромер і Д.Ромер [153]. Використовуючи інформацію щодо засідань Федерального комітету з відкритого ринку, вони визначали дати, коли члену комітету були схильні зміни напрям політики на більш жорсткий. Таким чином, можна було розрізнити шоки пропозиції грошей від шоків попиту. Недоліком даного підходу виступає його суб'єктивність, а також обмежена інформативність отриманого показника. Адже, визначались лише дати, коли відповідальні за політику особи, вважали, що вона має прийняти більш антиінфляційний характер.

Розширили даний підхід Бошен і Міллз [154]. На підставі даних щодо намірів членів Федерального комітету з відкритого ринку, вони розробили індекс, що характеризував стан монетарної політики як „дуже експансивний”, „слабо експансивний”, „нейтральний”, „помірно жорсткий” або „дуже жорсткий”. Попри те, що за використання даного підходу, інформативність показника стану грошово-кредитної політики розширюється, він має навіть більш суб'єктивний характер, ніж показник Ромер і Ромер.

Застосування даного підходу для оцінки грошово-кредитної політики Національного банку стане доцільними після підвищення транспарентності діяльності монетарної влади та розвитку комунікаційної політики.

Ще одним можливим варіантом характеристики стану грошово-кредитної політики є використання показника, що базується на оцінці ліквідності банків. Таким, зокрема, є підхід, який запропонували Л.Крістіано та М.Ейхенбаум [155].

Для оцінки стану політики, вони запропонували використовувати кількісний показник „незапозичених резервів”, тобто власної ліквідності банків. Оскільки дана кількісна змінна найбільшою мірою контролюється центральним банком, вона може досить точно відображати напрям монетарної політики.

Наразі найбільш вживаною характеристикою спрямованості грошово-кредитної політики в економічній літературі є ключова відсоткова ставка

центрального банку. За умов дієвої процентної політики, гнучкого курсоутворення та незалежного центрального банку, ця величина найбільш точно відображає напрям та характер монетарної політики. Тому ключова (або офіційна) відсоткова ставка розглядається центральними банками багатьох країн в якості початкового пункту при розгляді ними дії механізму монетарної трансмісії, а саме Великобританії, Євросоюзу, США, Канади, Австралії та ін.

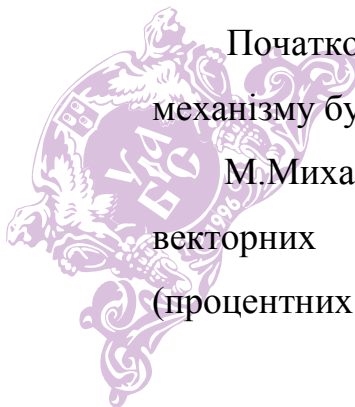
Подібні спроби робилися М.Михаліченко, В.Гринів та В.Пачінськи [152]. У випадку України, облікова ставка Національного банку в якості індикатора стану грошово-кредитної політики є малоінформативною, оскільки за цією ставкою майже не відбувається операцій, а, отже, її вплив на ринок є незначним.

Для характеристики стану монетарної політики, за значної ролі обмінного курсу в економіці, певними дослідниками використовується так званий індекс монетарних умов, що розраховується як зважені на певні коефіцієнти зміни у короткострокових відсоткових ставках та валютному курсі. Цей показник застосовується деякими центральними банками (зокрема, Банком Канади) для оцінки жорсткості або експансивності монетарної політики. Проте для цілей даного дослідження використання такого показника не є доцільним. Зазначений індекс поєднує у собі як зміни у валютному курсі, так і у відсоткових ставках, а одне із завдань даної роботи полягає у вивченні особливостей дії каналів монетарної трансмісії, а, отже, і окремий розгляд ефектів, які спричиняються дією каналів відсоткових ставок та валютного курсу [156].

А.Сігайов, розглядаючи трансмісійний механізм монетарної політики за допомогою моделі векторної корекції помилок (VECM), виявив домінування каналу відсоткових ставок [151].

Початкові спроби побудови простої структурної моделі трансмісійного механізму були зроблені І.Болгаріним та іншими [157].

М.Михаліченко, В.Гринів та В.Пачінськи [152], використовуючи підхід векторних авторегресій, дослідили вплив шоку монетарної політики (процентних ставок) на макроекономічні змінні (ВВП, інфляції та РЕОК) і



знайшли підтвердження існування впливу процентних ставок на інфляційну динаміку, але не підтвердилося існування зв'язку між процентними ставками і ВВП. Тобто, частково було підтверджено існування процентного каналу. Необхідно зазначити, що підхід до дослідження монетарної трансмісії з використанням шоків процентних ставок є дуже поширеним в розвинутих країнах, де дисконтна політика є одним з головних інструментів монетарної політики, проте в Україні дія процентного каналу є обмеженою через режим фіксованого валютного курсу, отже, розглядати дію процентного каналу окремо від інших дещо некоректно.

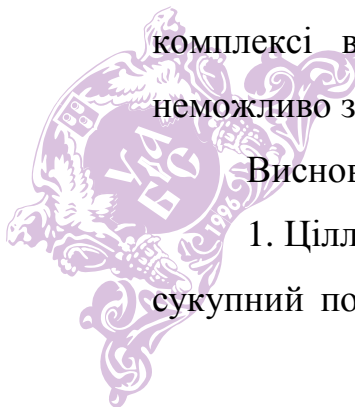
Національним банком України (О.Петрик, С.Ніколайчук) в рамках побудови квартальної прогнозної моделі розроблено структурну модель, яка описує трансмісійний механізм монетарної політики в Україні [158]. Проте роль даної моделі у прогнозуванні та аналізі має обмежений ефект, оскільки її теоретична база та основні рівняння базуються на припущеннях щодо активної процентної політики та гнучкому курсоутворенні, які на сьогодні відсутні.

Достатньо повне та ґрунтовне дослідження монетарної трансмісії в економіці України провів С.Ніколайчук [69], який в рамках побудови структурної моделі трансмісійного механізму монетарної політики в Україні досліджував його характерні риси. В роботі С.Ніколайчука досліджувались взаємозв'язки між окремими показниками, які є важливими для характеристики монетарної трансмісії. При цьому зроблено висновок щодо низької ефективності каналу відсоткових ставок, а також переважання каналу обмінного курсу, що є наслідком застосування режиму курсової прив'язки.

Розглянувши роботи з дослідження монетарної трансмісії в українській економіці, можна дійти висновку, що до цього часу ще не досліджено в комплексі всі канали монетарного передавального механізму, відповідно неможливо зробити висновки про домінуючу роль деяких з них.

Висновки до розділу 1.

1. Ціллю грошово-кредитної політики, виходячи з її здатності впливати на сукупний попит, має бути сприяння збалансованому економічному розвитку.



Таким чином, результатом реалізації успішної грошово-кредитної політики є забезпечення макроекономічної рівноваги через регулювання параметрів грошової пропозиції відповідно до потреб економіки. Виходячи з цього, результативність грошово-кредитної політики можна розглядати як характеристику її спроможності за допомогою монетарних механізмів та інструментів підтримувати збалансований економічний розвиток.

2. Необхідною умовою, яка визначає результативність грошово-кредитної політики та межі її ефективного застосування, є дієвість трансмісійного механізму монетарної політики, який є ланцюгом реакцій між фінансовими та реальними змінними, що відображають поведінку економічних агентів, та за допомогою якого рішення монетарної влади відбиваються на реальному секторі економіки.

3. Відлагоджена дія механізму монетарної трансмісії є необхідною проте недостатньою умовою результативності монетарної політики. Його дія має спиратися на відповідний структурі економіки монетарний режим, який визначає пріоритетність цілей грошово-кредитної політики. І навпаки, вибір монетарного режиму зумовлюється рівнем розвитку монетарної трансмісії. З огляду на це, монетарний режим та механізм монетарної трансмісії є тісно пов'язаними категоріями, а їх роль у ефективності грошово-кредитної політики є визначальною.

4. Приклади найбільш масштабних валютних криз дають підстави стверджувати, що застосування механізму гнучкого курсоутворення є необхідним для підвищення результативності монетарної політики у протидії зовнішнім шокам. На основі застосування гнучкого курсоутворення досягається розвиток монетарної трансмісії, за рахунок чого підвищується результативність монетарних інструментів.

5. Режим монетарної політики, який може забезпечити її найбільшу результативність, має бути спрямований на забезпечення цінової стабільності, проте і відрізняється від режиму інфляційного таргетування, негнучкість якого ускладнює його застосування в економіці, що розвивається, особливо в умовах

кризи. Найбільшою мірою довгостроковим цілям розвитку економіки України відповідає режим, що базується на забезпеченні цінової стабільності, проте має відмінні від інфляційного таргетування риси. По-перше, такий режим має передбачати спільну відповідальність Уряду на Національного банку за забезпечення цінової стабільності. По-друге, при прийнятті рішень щодо монетарної політики має враховуватись перспективний розвиток економічних процесів в комплексі.

6. Існуючі дослідження трансмісійного механізму монетарної політики в Україні не спираються на вичерпний набір показників, що враховують особливості функціонування економіки України, зокрема, це стосується показників направленості грошово-кредитної політики.

7. В дослідженнях монетарної трансмісії в Україні не приділено увагу явищу раціонування кредиту, яке має суттєво впливати на результативність монетарної політики. Це дає підстави для пошуку шляхів вдосконалення існуючих методик дослідження монетарної трансмісії.



РОЗДІЛ 2

РОЗГЛЯД РЕЗУЛЬТАТИВНОСТІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ

2.1. Специфіка аналізу результативності грошово-кредитної політики Національного банку України на різних етапах економічного розвитку України

Наразі в Україні не стихає полеміка щодо тієї ролі, яку має відгравати монетарна політика в економічному регулюванні, тобто якою має бути її першочергова мета: забезпечення цінової стабільності або є можливим її використання для стимулювання економічного росту, адже ці дві цілі досить часто вступають у суперечність.

В розробці цієї проблематики важливе місце посідають роботи А.Гальчинського [159], Н.Гребеник [160], О.Дзюблюка [161], М.Савлука [162], В.Стельмаха [163,164], В.Міщенко [165], В. Лисицького, В.Ющенко [40] та ін. Їх опонентами виступають В.Найдьонов, А.Сменковський [166] та ін.

В Україні функцію забезпечення стабільності гривні покладено на Національний банк України згідно з Конституцією [167]. «На виконання своєї основної функції Національний банк сприяє дотриманню стабільності банківської системи, а також, у межах своїх повноважень, - цінової стабільності». Цінова стабільність при цьому трактується досить вузько, а саме як «утримання системи цін на певному рівні шляхом підтримки стабільного курсу грошової одиниці України» [32].

Контроль інфляції з боку Національного банку, яка спричиняється більшою мірою немонетарними факторами, на даний час є досить обмеженим. Значними чинниками, що спричиняють інфляційний тиск, наразі є адміністративне регулювання цін, незбалансованість фіскальної політики, вразливість економіки до зовнішніх шоків та значний рівень монополізації, що робить ціни негнучкими в бік зниження. За таких умов, процес швидкої

дезінфляції виключно монетарними методами містить значні ризики для економічного зростання. Виходячи з цього, процеси дезінфляції мають проводитись при підтримці з боку структурної та фіскальної політик.

Вже Основними засадами грошово-кредитної політики на 2002 рік визначено необхідність переходу до режиму інфляційного таргетування [168].

Проте лише в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2005 рік головним орієнтиром грошово-кредитної політики, що «відображає рівень і тенденції стабільності грошової одиниці», почали визначати індекс споживчих цін [169].

В більш пізні роки, Основними засадами грошово-кредитної політики визначалось, що будуть створюватись умови для запровадження режиму, що базуватиметься на забезпеченні цінової стабільності і пріоритетом грошово-кредитної політики виступатиме індекс споживчих цін [170, 171].

Втім, Основними засадами на 2010 рік, пріоритетом грошово-кредитної політики визначено забезпечення стійкості фінансової системи. Водночас, завдання по забезпеченню цінової стабільності визначаються у середньостроковій перспективі [172]. Така послідовність цілей є цілком логічною, з огляду на те, що під час фінансово-економічної кризи, центральний банк має забезпечувати нормалізацію роботи фінансового ринку. В протилежному випадку, через відсутність функціонуючого фінансового ринку, а, отже, і надієву монетарну трансмісію, Національний банк України не буде взагалі мати можливість впливати на цінові процеси. Очевидним є і те, що такий стан речей є тимчасовим.

Затвердженню пріоритетності цінової стабільності грошово-кредитної політики передував довгий шлях. Необхідно зазначити, що питаннями історії та періодизації грошово-кредитної політики в Україні досліджувалось декількома фахівцями [173, 174].

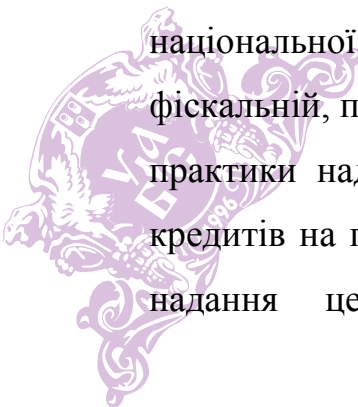
Для цілей даної роботи має сенс розглянути еволюцію розвитку грошово-кредитної політики в Україні в залежності від цілей та фактичних пріоритетів грошово-кредитної політики на окремих етапах розвитку економіки.

Умовно можна виділити такі етапи розвитку монетарної політики в історії незалежної України, використовуючи при цьому критерій цілей, які вона переслідувала.

До 1994 року монетарна політика не була незалежною та підпорядковувалась цілям підтримки неефективної економічної системи та фінансування бюджету в умовах відсутності структурних зрушень. Така практика призвела до втрати довіри до національної валюти та рекордних темпів інфляції 1993 року, коли внаслідок надання Національним банком кредитів на фінансування бюджету індекс споживчих цін досяг значення більше 10 тисяч відсотків.

Взагалі, вплив центрального банку на інфляцію в перехідній економіці значно ускладнений і пояснюється багато в чому «немонетарними» чинниками. Як зазначає Т. Слок, вплив на інфляцію при переході від планової до ринкової економіки, окрім тиску з боку факторів попиту і витрат, визначають: 1) цінова лібералізація на початку переходу і суттєві зміни у відносних цінах; 2) ці пристосування у відносних цінах зумовлюють суттєвий перерозподіл ресурсів, і, відповідно, фінансування центральним банком бюджетного дефіциту, який спричинений зниженням податкових платежів та зростаючими бюджетними видатками; 3) негнучкість цін і зарплат в сторону зниження на ринку товарів та праці, разом з індексацією цін, призводить до постійної помірної інфляції (15-40% на рік) в перехідних економіках; 4) приватизація, розбудова суспільних інститутів і створення конкурентного середовища займає тривалий час, а швидкість, з якою проводяться такі перетворення в приватному секторі, суттєво впливають на темпи інфляції [175].

В 1994-1996 рр. зроблені перші спроби стабілізувати вартість національної валюти. Монетарна політика все ще залишалась підпорядкованою фіскальній, проте саме на цей період припадає відмова Національного банку від практики надання кредитів банкам для суб'єктів господарювання та видачі кредитів на пільгових умовах (1995), також поступово припиняється практика надання центральним банком кредитів уряду (1996). Цей період



характеризується переважною більшістю науковців як рестрикційний, адже грошова маса в 1994 хоча і зросла майже в 6,7 рази, проте це було майже в 3 рази менше, ніж за 1993 рік (що відразу відобразилось на зменшенні темпів інфляції). За 1996 рік грошова маса зросла на 35.1% (порівняно з 115% в 1995 році), а темп приросту ІСЦ склав 39.7% (порівняно з 280% у 1995 році). Отже, боротьба з гіперінфляцією виявилася досить успішною. При цьому значно скорочувалось падіння виробництва.

Характеризуючи цей період, В. Найдюнов та С. Семенковський, стверджують, що саме з кінця 1994 року почав реалізовуватися монетаристський підхід до управління економікою, а 1995-1996 роки «знищили фінанси підприємств» [166].

Проте таке твердження є досить сумнівним. По-перше, як зазначає О. Дзюблюк, цей етап грошово-кредитної політики можна вважати монетаристським досить умовно, оскільки параметри української економіки значно відрізнялись на той час від ринкових, а, отже, і задіяти монетаристський підхід, який був розроблений саме для неї, було неможливо [176]. Монетарна політика була підпорядкована меті обмеження грошової пропозиції та інфляційних процесів, що дестабілізували українську економіку. По-друге, основним аргументом на користь того, що рестрикційна монетарна політика винищила фінанси підприємств, висувається теза про значне накопичення взаємної заборгованості підприємств. Проте досить аргументовані контртези висувають В.Ющенко та В. Лисицький. За їх переконанням, наростання взаємної заборгованості між підприємствами відбувалось внаслідок так званої «втечі від грошей», що було наслідком недовіри до нестабільної національної валюти та заміни грошових розрахунків бартерними [40]. Це підтверджується емпіричними спостереженнями, адже найбільше зростання дебіторської заборгованості відбувалось саме під час інтенсивного «накачування» економіки грошима, зниження реальних грошових коштів внаслідок вимивання їх завдяки інфляції.

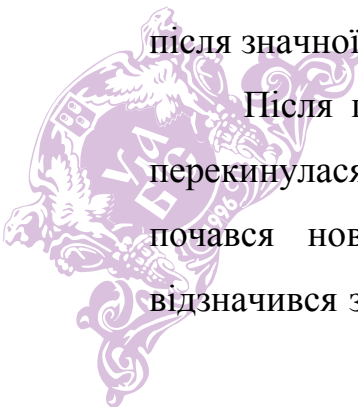
1996 – 1999 рр. Цей етап розпочався з проведенням грошової реформи та

введенням повноцінної грошової одиниці. Монетарну політику того періоду можна охарактеризувати як рестрикційну, направлену передусім на стримання інфляційних процесів. Можна умовно назвати її монетаристською, проте вона не була такою за визначенням, адже полягала в основному в обмеженні грошової пропозиції. Темпи приросту грошової маси та монетарної бази були значно меншими, ніж в попередні роки. Українська економіка дещо стабілізувалась, зменшувалось падіння виробництва. Проте ефективність монетарної політики знижувалась внаслідок підпорядкованості цілям фінансування бюджету. Хоча Національний банк і припинив видачу прямих кредитів Уряду ще в 1996 році, проте активно купував цінні папери Уряду. Внаслідок значного рівня бюджетного споживання, нарощувався бюджетний дефіцит шляхом продажу ОВДП. Держава стала найбільшим позичальником на фінансовому ринку, високі відсоткові ставки по ОВДП обмежували можливість залучення фінансових ресурсів реальним сектором, тобто призводили до так званого «ефекту витіснення» приватних інвестицій [177]. Про це говорить той факт, що на 1 липня 1998 року 85% від загального інвестиційного портфелю банків становили вкладення в ОВДП. Крім того, нарощування обсягів дефіцитного фінансування через ринок цінних паперів зробило український фінансовий сектор уразливим, що вилилось у фінансову кризу в серпні 1998 року.

1999 – 2000 рр. Можна сказати, що саме з цього етапу монетарна політика почала проводитись незалежно, не підпорядковуючись цілям фінансування бюджетного дефіциту.

Фактично, починаючи з 2000 року, монетарна політика Національного банку була спрямована переважно на стимулювання відновлення економіки після значної кризи та забезпечення макроекономічної стабільності.

Після подолання наслідків фінансової кризи 1999 року, яка 1998 року перекинулася з азійського регіону на Східну Європу та Латинську Америку, почався новий етап розвитку грошово-кредитного ринку України. Він відзначився запровадженням тієї моделі монетарних дій, яка в дещо зміненому



вигляді існує і донині.

Обмінний курс гривні відносно долара США було стабілізовано на заниженому рівні. Фіксація «де-факто» обмінного курсу в період відновлення економіки України дала позитивні результати.

Фіксований курс виступив в ролі «номінального якоря», зі стабільністю якого почала пов'язуватися стабільність національної грошової одиниці загалом. Утримання курсу на відносно стабільному рівні з кінця 1999 року дало змогу підвищити довіру до гривні та ремонетизувати економіку швидкими темпами, задовільнити попит на гроші та, таким чином, підтримати процес розширеного відтворення.

Оскільки значення обмінного курсу гривні утримувалося на заниженому рівні, це надало значні конкурентні переваги вітчизняним експортерам на міжнародних товарних ринках та дало стимули для розвитку імпортозаміщуючих виробництв. З 1999 року спостерігалось позитивне сальдо поточного рахунку платіжного балансу (5.65% до ВВП). В тому ж році вдалося вперше зупинити падіння реального ВВП (-0.2% за 1999 рік) (рис. 2.1).

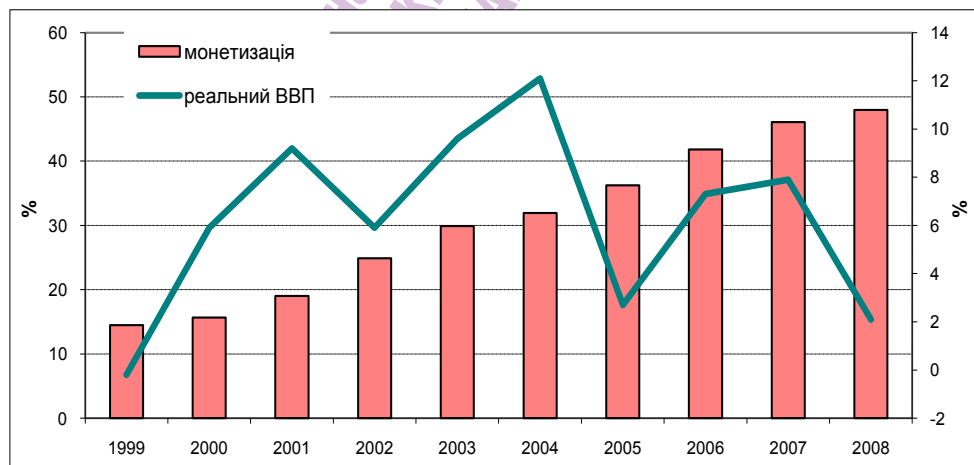


Рис. 2.1. Динаміка рівня монетизації економіки України та реального ВВП

Джерело: Держкомстат, власні розрахунки

Крім того, занижений валютний курс надав змогу Національному банку України акумулювати золотовалютні валютні резерви, що були майже

вичерпані після фінансової криз 1998 і 1999 років. Валові міжнародні резерви на початок 2000 року становили близько 1.1 млрд. дол. США, в той час як на 01.08.2006 – 18.1 млрд. дол.

Монетарна політика була направлена на підтримку економічного зростання шляхом стимулювання сукупного попиту. А. Гальчинський вважає, що в цей період «інфляційні гроші відігравали відчутну роль в забезпеченні позитивної економічної динаміки» [178]. Якщо за 1998 рік темпи приросту грошової маси склали 25.2%, то в 1999 та 2000 роках відповідно – 40.5% та 46.1%, приріст індексу споживчих цін – 19.2% та 25.8%. В 1999 році падіння реального ВВП було незначним (0.2%), а в 2000 році вперше за роки незалежності вдалося досягти зростання реального ВВП (5.9%). Загальноекономічна стабілізація цих років була передумовою розгортання інвестиційних процесів та прискореного зростання економіки в наступні роки.

2001 – кінець 2004 рр. Цей етап характеризується достатньо високими темпами зростання виробництва та помірною (хоча і волатильною) інфляцією. Монетарна політика була спрямована передусім на підтримку процесів економічного зростання за допомогою стабілізації валютного курсу на заниженому рівні. Це дало змогу підтримати експортоорієнтовані виробництва та забезпечити стабільний притік валюти, що дало змогу наростити валютні резерви. Монетарну політику того часу деякі автори схильні вважати жорсткою, проте це не відповідає дійсності, швидше її можна вважати зваженою. Темпи зростання грошової маси та бази перевищували ті значення, що закладалися Основними засадами грошово-кредитної політики на відповідні роки, що було необхідним для підтримання зростання. Забезпечення зростаючої економіки грошима відбувалось на необхідному рівні, про що свідчить зростання коефіцієнту монетизації (з 15.9% на початок 2001 до 32% наприкінці 2004 року), а, отже, відбувалось задоволення попиту на гроші. Стабільність гривні була результатом не лише проведення зваженої грошово-кредитної політики, а й загальноекономічної стабілізації.

В умовах стабілізації макроекономічної ситуації значно скоротилися

темпи інфляції. Характерною рисою розвитку монетарних процесів після 1999 року була відсутність кореляції між зростанням грошової пропозиції та інфляцією (рис. 2.2). За період 2000-2008 рр. кореляція між грошовою масою та інфляцією була негативною і складала -10,2%, між інфляцією та грошовою базою була позитивною, втім незначною – 11,5%.

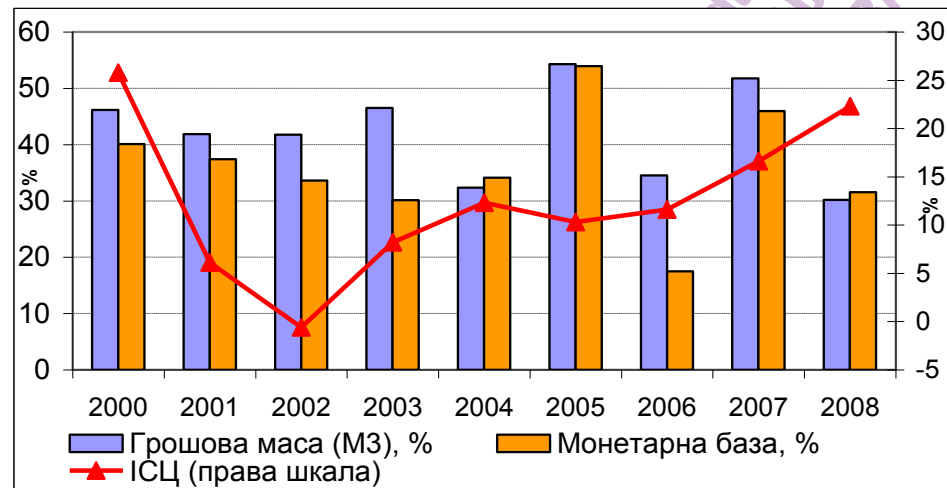


Рис.2.2. Динаміка грошової маси (М3), монетарної бази та ІСЦ

Джерело: Держкомстат, НБУ, власні розрахунки

Для перехідних економік зв'язок між грошовими агрегатами та інфляцією традиційно є слабким, що спричиняється активними процесами ремонетизації. Тому в більшості таких країн, включаючи і країни СНД, цілі щодо грошових агрегатів хоча і декларуються, але найчастіше не виконуються, або просто коригуються постфактум [179].

Така ситуація простежувалась і в Україні. Встановлені Основними засадами грошово-кредитної політики граничні значення зростання грошової бази та маси часто не виконувалися, адже їх дотримання могло призвести до значних втрат для економіки.

Як показав досвід, в багатьох перехідних економіках в періоди неочікуваної швидкої ремонетизації, коли зниження темпів інфляції поєднувалось з монетарною експансією, суворе додержання цілей по монетарним агрегатам могло призвести до значної рецесії. Попит на гроші в країнах з перехідною економікою є нестабільною функцією, що ускладнює

додержання цілей по зростанню грошової пропозиції

Приміром, в 2001-2002 роках значне зростання грошової маси супроводжувалося зниженням темпів інфляції та зростанням реального ВВП. У 2002 за зростання реального ВВП до 5.2%, дефляції 0.6%, зростання грошової маси становило 41.7%, при тому що орієнтири її зростання встановлювались на рівні 18-20%. Тобто обмеження грошової пропозиції згідно з цільовим значенням могло б призвести до значних втрат для економіки.

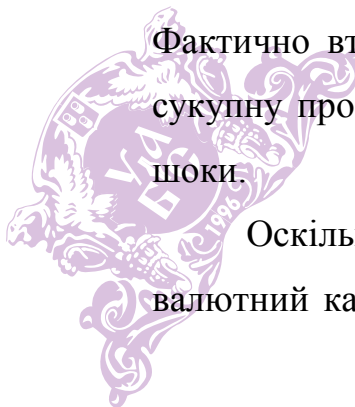
В період макроекономічної стабілізації в Україні на інфляційні процеси переважною мірою вплив справляють фактори, що лежать поза межами впливу монетарної політики. До них належать зміни в адміністративних цінах та тарифах, висока ступінь монополізації економіки, незбалансована фіскальна політика, відсутність ефективних структурних зрушень.

Насичення економіки грошима проводилось переважно через валютний канал емісії. Національний банк проводив нестерилізовані інтервенції, викупуваючи іноземну валюту. Завдяки цьому вдавалося уникнути зміцнення номінального курсу гривні.

За умов необхідності підтримання фіксованого номінального валютного курсу схема трансмісійного механізму виглядає наступним чином: здійснюючи валютні інтервенції, центральний банк утримує на необхідному рівні номінальний обмінний курс, для підтримання на стабільному рівні очікувань та забезпечення конкурентоспроможності експортерів. При цьому збільшується пропозиція грошей, що впливає на відсоткові ставки та доступність кредитів для позичальників, що в свою чергу впливає на внутрішній попит.

Проте за умов існування зобов'язань центрального банку щодо підтримання обмінного курсу, монетарна політика відіграє другорядну роль. Фактично втрачається дієвість важелів монетарної політики щодо впливу на сукупну пропозицію, отже, вона не може адекватно відповідати на внутрішні шоки.

Оскільки насичення економіки грошима відбувалося переважно через валютний канал емісії, операції монетарної політики на грошово-кредитному



відгравали другорядну роль.

Процентна політика за умов фіксованого валютного курсу апріорі не може бути активною, оскільки внутрішні відсоткові ставки в такому разі прив'язуються до ставок в країні-якорі. Сигнальна функція облікової ставки не відграє суттєвої ролі, а відсоткові ставки за активними та пасивними операціями Національного банку хоча і утворювали „коридор” для максимального та мінімального значення ставок, проте його межі були занадто широкими та відповідно, не мали суттєвого впливу на ставки на міжбанківському кредитному ринку (рис. 2.3).

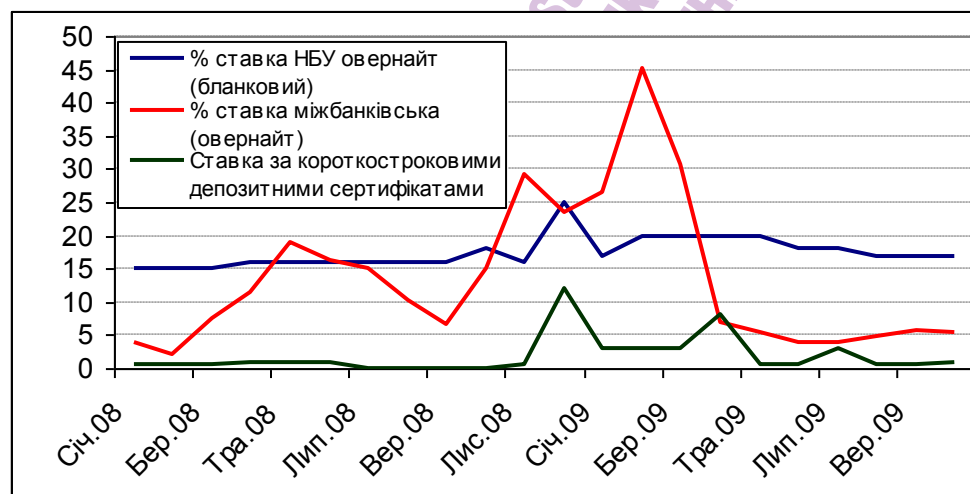


Рис.2.3. Відсоткові ставки: ставки НБУ та міжбанківського кредитного ринку

Джерело: власні розрахунки

З 2005 – вересень 2008 року. Розгортання інфляційних процесів в умовах розбалансованості фіскальної політики, що становлять загрозу для фінансової стабільності та економічного зростання, відсутності стабільного інституційного середовища, а також ризику, пов'язані з використанням в якості номінального якоря обмінного курсу, призвели до необхідності переосмислення цілей монетарної політики. Де-факто фіксація валютного курсу хоча і була необхідною для стабілізації економіки та підтримки експортоорієнтованих виробництв, проте призвела до значної зовнішньої залежності економіки України, втрати валютним курсом свого сигнального значення, що спричинило до значної доларизації та акумуляції ризиків в економіці.

Загалом проблему інфляції в цей період і пізніше необхідно розглядати в комплексі всіх існуючих в економіці України дисбалансів. Те, що сукупний попит перевищував можливості економіки по його задоволенню, є доконаним фактом. Про існування надлишкового попиту свідчили такі факти:

- розгортання інфляційних процесів (вищими темпами за всі сусідні країни)
- зростання дефіциту поточного рахунку платіжного балансу.

Про перегрів сукупного попиту також свідчать рекордні споживчого кредитування, що спостерігались минулого року.

Починаючи з 2005 року, темпи зростання приватного попиту значно перевищували темпи зростання економіки в цілому (рис. 2.4). Це було зумовлено як зростанням бюджетних видатків, стрімким підвищенням доходів населення, а також приливом капіталу в країну, що в умовах фіксованого валютного курсу супроводжувалося рекордними темпами зростання споживчих кредитів.

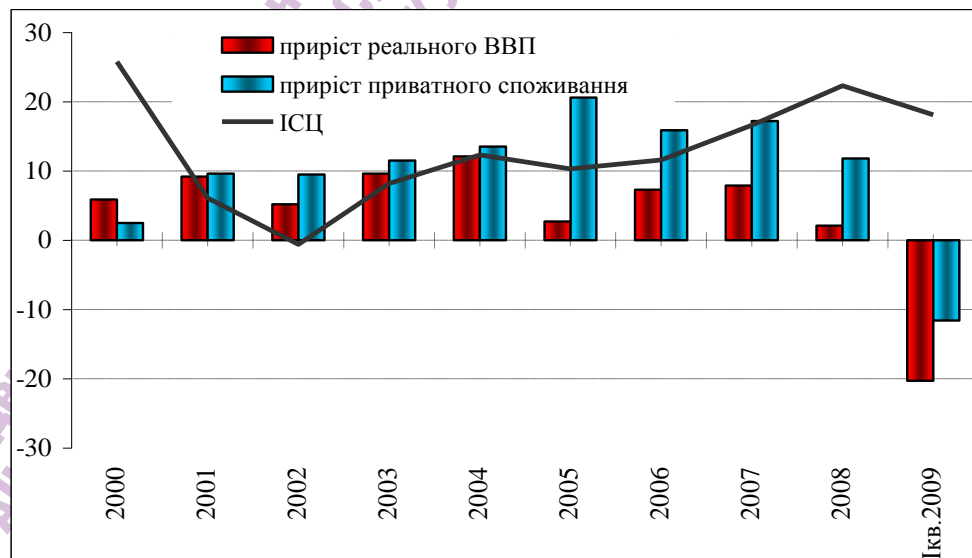


Рис. 2.4. Темпи росту ВВП, приватного споживання та ІСЦ

Джерело: Держкомстат

За значно вищих темпів інфляції в Україні навіть у порівнянні з колишніми радянськими республіками, боротьба з нею стала безальтернативним заходом в тому розумінні, що немає альтернативи між придушенням інфляції та підтримкою зростання реального сектору економіки.

Як відомо, зростання інфляції демотивує економічних суб'єктів до інвестування в реальний сектор економіки з огляду на високий ризик недоотримання прибутків або, взагалі, втрати інвестицій. Інфляція провокує до непродуктивного суспільного розподілу грошових ресурсів на користь високодохідних фінансових активів та нерухомості для збереження їх вартості від знецінення. При цьому насичення економіки грошима та її нормальне функціонування стає неможливим.

Певне пожвавлення економіки відбувалося, проте лише за рахунок зростання споживання. Очікування щодо високих темпів інфляції у майбутньому провокують до витрачання грошей, що швидко знецінюються, на поточне споживання.

Таким чином, інфляція негативно відображається на економічному розвитку, і втрати у вигляді зниження реального випуску у разі неприборкання інфляції все одно відбуваються. За нашими оцінками, прискорення зростання ІСЦ на 1% веде до зниження інвестиційної складової ВВП на 1.2%, а самого реального ВВП – до зниження на 0.3% з лагом в 3 квартали.

Негативний вплив розгортання інфляції на економічне зростання можна навести за наступними напрямками.

Зниження мотивації до заощадження. Вільні грошові ресурси перерозподілятимуться на користь непродуктивного споживання, а, отже, призводять до недостатності інвестиційних ресурсів.

В умовах непередбачуваної та високої інфляції значною мірою зростає ризикова премія у складі відсоткової ставки, що підтверджується досвідом як багатьох економік, що пережили періоди високої інфляції, так і досвідом самої України на початку 90-х років. За високого рівня реальних відсоткових ставок вкладення позичкових коштів у більшість видів продуктивної діяльності стає неможливим, натомість позичкові ресурси перерозподіляються на користь високоприбуткових спекулятивних видів діяльності.

Погіршення зовнішньої конкурентоспроможності економіки України внаслідок зростання внутрішніх цін вищими темпами, ніж у країнах

торгівельних-партнерах. Ревальвація реального обмінного курсу буде мати наслідком подальше зниження чистого експорту та розширення дефіциту поточного рахунку платіжного балансу, а, отже, і падіння темпів реального зростання.

При розгляді всіх цих негативних для економіки наслідків необхідно враховувати підсилення їх дії при погіршенні очікувань, що виникають за умов недовіри до успішності заходів у подоланні інфляції. Негативні очікування підсилюються з огляду на досвід гіперінфляції, яка припала на першу половину 90-х років минулого сторіччя. Очікуючи прискорення інфляції, споживачі приймають постійне зростання цін як належне, не зменшуючи рівня споживання. Це провокує продавців до необґрунтованого підвищення цін з метою отримання додаткових прибутків, що є додатковим фактором розкручування інфляції.

Про тиск з боку надлишкового сукупного попиту також яскраво свідчить розширення дефіциту поточного рахунку платіжного балансу, що почалося з 2006 року. Взагалі, для економіки, що розвивається, дефіцит поточного рахунку, що фінансується за рахунок зовнішніх джерел – нормальна ситуація, коли вона викликана активними інвестиційними процесами. В Україні, фактично, зростання залучення зовнішнього позичкового капіталу призводило до зростання споживчого кредитування з метою придбання імпорتنих товарів тривалого користування. Наочно це ілюструє той факт, що у 2007 році імпорт наземних транспортних засобів зріс в 1.6 рази.

Якщо розширення дефіциту поточного рахунку платіжного балансу можна пояснити зростаючими темпами кредитування, то до інфляційних наслідків надлишкового сукупного попиту причетна експансивна фіскальна політика. При цьому, якщо зазвичай експансивну фіскальну політику характеризують через величину бюджетного дефіциту, то в Україні вона проявляється дещо по-іншому. Дефіцит Зведеного бюджету, хоча і спостерігався протягом останніх 4 років, проте був досить помірним, перевищивши 3% межу лише в 2004 році.

В сфері державних фінансів загрозливими були інші тенденції. По-перше, це зростаюча участь держави у перерозподілі ВВП. Частка перерозподілу ВВП через бюджети всіх рівнів зростає протягом останніх 6 років, відношення доходів Зведеного бюджету до ВВП зросло з 27% у 2001 році до 35% у 2007 році, видатків – з 27% – до 36%, відповідно.

По-друге, бюджетна політика в умовах політичної нестабільності носила переважно соціально-направлений характер.

Така бюджетна політика знижувала інвестиційні стимули розвитку економіки через посилення податкового тиску, що негативним чином впливало на темпи економічного розвитку та спроможність реального сектору забезпечити товарною масою зростаючий платоспроможний попит населення. Необгрунтоване ж зростання соціальних видатків без вжиття ефективних заходів по збільшенню пропозиції споживчих товарів та послуг мало наслідком істотне посилення цінового тиску.

Звичайно, що соціальна політика має забезпечувати нормальні умови життя незахищеним верствам населення, проте при її проведенні необхідно враховувати реальні можливості економіки, а не керуватися політичною доцільністю. При цьому, збільшення соціальних видатків в абсолютному вимірі, не призводить автоматично до ефективнішого виконання державою своїх соціальних функцій.

Незважаючи на значні позитивні переваги, що на певному етапі розвитку економіки України надав режим „де-факто” фіксованого валютного курсу, необхідно зазначити і значні негативні наслідки його застосування.

Хоча вітчизняні експортери отримали конкурентні переваги завдяки підтриманню валютного курсу на заниженому рівні, проте орієнтація на переважно експортне виробництво призвела до надто високої зовнішньої залежності економіки України (відношення експорту товарів і послуг до ВВП коливалося протягом 2000-2005 рр. в межах 54-62%). Надмірна відкритість економіки зробила її вразливою до зовнішніх шоків, зокрема зміни кон'юнктури на зовнішніх ринках. Крім того потрібно враховувати, що в

структурі українського експорту переважають товари з низьким вмістом доданої вартості, а також те, що конкурентоспроможність експортних виробництв у великій мірі залежить від цін імпортованих енергоносіїв, ситуація щодо яких залишається невизначеною. В умовах зростання попиту на експорт, „витісняється” внутрішній попит, а отже маломістким та недорозвиненим залишається внутрішній ринок.

Жовтень 2008 року – теперішній час. Розгортання світової фінансово-економічної кризи призвело до реалізації накопичених ризиків, які були наслідком незбалансованого економічного зростання та зволікання з проведенням структурних реформ.

Український фінансовий ринок, як інші ринки країн, що розвиваються, достатньо динамічно зростав у відповідь на зростання надлишкової ліквідності у світовій економіці в останні роки. Ця ліквідність підживлювалась через широке вживання похідних фінансових інструментів, що дозволяли перерозподіляти ризики в рамках світової фінансової системи.

Проте через загострення ситуації на іпотечному ринку США ця система перерозподілу ризиків перестала працювати, виникла невизначеність, що переросла в кризу довіри. Значні обсяги капіталів виводилися з ринків, що розвиваються, особливо після банкрутства корпорації “Lehman Brothers”.

Українська економіка є достатньо відкритою і залежною від кон’юнктури на світових ринках. Причому, якщо з 2000 до 2005 року сальдо поточного рахунку платіжного балансу було традиційно додатнім, то в 2006 року було зафіксовано від’ємне сальдо поточного рахунку (-1.5% ВВП). Починаючи з 2006 року сальдо поточного рахунку було негативним, і до жовтня 2008 року фінансувалось в основному за рахунок залучень довгострокових ресурсів. Завдяки припливу капіталу та відповідному збільшенню заборгованості економіки, загальне сальдо платіжного балансу залишалось на позитивному рівні (рис. 2.5). Очевидно, що задоволення внутрішнього попиту відбувалося за допомогою зовнішнього фінансування. Таким чином українська економіка стала значно залежною від ситуації на світовому фінансовому ринку.

Крім того, загострення фінансової кризи, призвело до охолодження як американської, так і всієї світової економіки, а отже падіння попиту та зниження цін на сировину та продукцію з низьким вмістом доданої вартості, що традиційно переважають в структурі українського експорту.

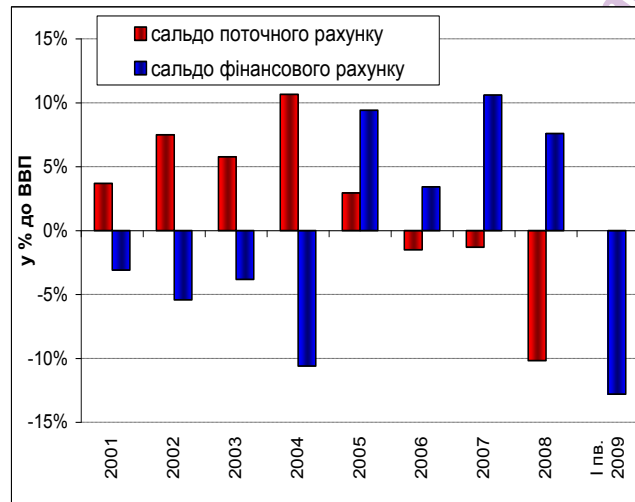


Рис.2.5. Сальдо поточного та фінансового рахунків платіжного балансу України у 2001-2009 рр.

Джерело: НБУ, власні розрахунки

Фактично в Україні повторився сценарій валютних криз, які відбувались в інших економіках, що розвиваються, упродовж минулих десятиріч. І як і в попередніх кризах, збалансуванню поточного рахунку платіжного балансу сприяла швидка девальвація. Втім масштаби світової фінансової кризи, зумовили дуже різку зміну умов функціонування економіки України.

Девальвація гривні призвела майже до повного збалансування поточного рахунку платіжного балансу. За фінансовим рахунком спостерігався значний вплив, що фінансувався за рахунок резервів.

Як видно із діаграми на рис.2.6, найбільш активно нарощували зовнішню заборгованість вітчизняні банки, у 2006 та 2007 роках вона рекордно зростала більше ніж у 2 рази щорічно. У 2008 році обсяг валового зовнішнього боргу України перевищив значення 100 млрд. дол. США, що зробило економіку країни надзвичайно вразливою до зовнішніх шоків.

У зв'язку з погіршенням зовнішньоекономічної кон'юнктури, що спричинило зниження притоку капіталу та падіння обсягів експорту, посилюється

девальваційний тиск на гривню. Девальвація національної валюти наприкінці 2008 року призвела до значного зростання обсягу зовнішнього боргу у гривневому вираженні. Розмір зовнішнього боргу у відношенні до ВВП зріс з 58% у 2007 році до 83% у на кінець першого півріччя 2009 року.

Суттєве зниження ліквідності на світовому фінансовому ринку, підвищення премії за ризик та спад активності міжнародних інвесторів, раптове припинення притоку капіталу у III кварталі 2008 року призвело до значної прогалини у фінансовому рахунку платіжного балансу України.

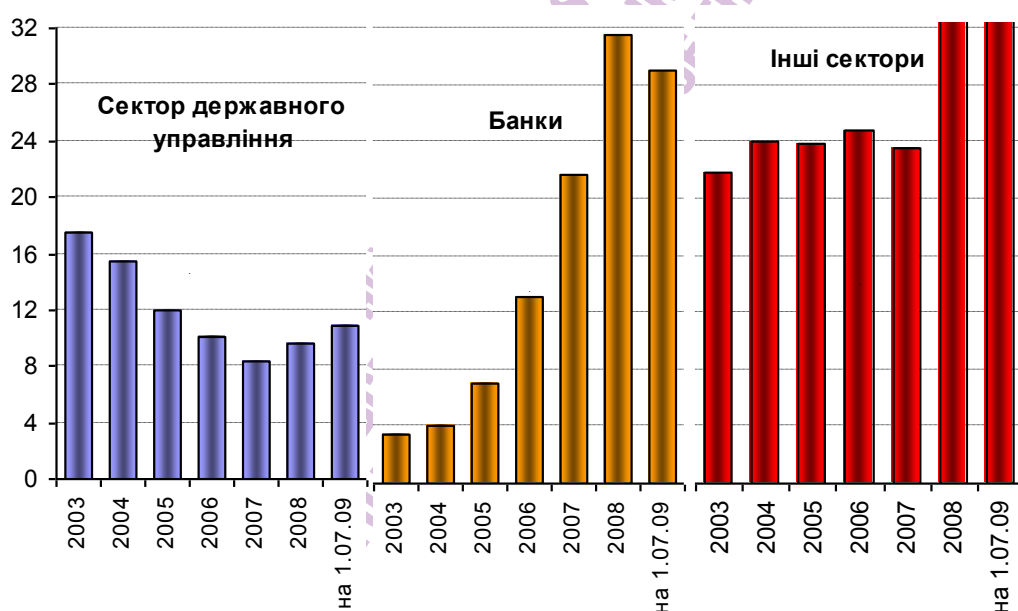


Рис. 2.6. Зовнішній борг України у 2003-2009 рр. (% до ВВП)
Джерело: НБУ

В такій ситуації, за умов неможливості використання валютного курсу в якості згладжуючого інструменту на протязі декількох років «де-факто» його фіксації та накопичення значних валютних ризиків, негативний зовнішньоекономічний шок невідворотно транлювався в українську економіку, завдавши зниження темпів зростання. При цьому, для збереження зовнішньоекономічного балансу, виникла потреба у корекції обмінного курсу, проведенні жорсткої фіскальної політики та утримання доходів для обмеження сукупного попиту, що є надзвичайно складним з політичної точки зору.

Необхідно також звернути увагу на валютні та кредитні ризики банківського сектору. Нарощуючи зовнішню заборгованість, банки активно кредитували в іноземній валюті реальний сектор, перекладаючи таким чином валютні ризики на нього. Адже, в умовах фіксованого валютного курсу економічні агенти, порівнюючи умови кредитування не беруть до уваги можливу зміну курсу валюти і віддають перевагу дешевшим кредитам в іноземній валюті.

Варто зазначити, що серед залишків за кредитними зобов'язаннями населення перед банками частка кредитів в іноземній валюті мала тенденцію до збільшення і становила у передкризовий період (на 1.10.2008 р.) - 63%.

Отже, за загострення зовнішніх дисбалансів, на кризовому етапі було неможливим відійти від фіксованого курсу, не викликавши при цьому проблем з платоспроможністю економічних агентів.

Вихід з кризи після значної девальвації за умов суттєвої доларизації є завжди складним і на цьому шляху немає універсальних методів (серед прикладів Аргентина, Чилі та ін.).

Втім варто вживати кроків, щоб не допустити значної доларизації в майбутньому. Серед таких кроків – запровадження жорстких вимог за формуванням резервів за кредитами в іноземній валюті, що було запроваджено Національним банком України наприкінці 2009 року.

Відтік капіталу та зменшення експортної виручки, які спостерігались в багатьох країнах, що розвиваються, в Україні супроводжувалися і банківською кризою, яка зробила неможливим нормальне функціонування фінансового ринку.

В період загострення напруження на фінансовому ринку, що характеризувалося посиленням відпливом депозитних коштів з банків, у жовтні – листопаді 2008 року Національним банком з метою забезпечення своєчасності проведення розрахунків банками, вчасне виконання банками своїх зобов'язань та недопущення відпливу коштів з банківської системи було вжито низку стабілізаційних заходів, зокрема, розширено можливості банків з підтримки

ними своєї ліквідності (в т.ч. і через розширення переліку застави), тимчасово пом'якшено вимоги до формування банками обов'язкових резервів.

У міру стабілізації ситуації на грошово-кредитному ринку з кінця листопада 2008 року, Національний банк України вживав заходи з метою обмеження спекулятивного попиту на іноземну валюту. Зокрема, було обмежено обсяги підтримки ліквідності банків та скориговано вимоги з формування банками обов'язкових резервів у напрямку посилення привабливості здійснення активно-пасивних операцій банків у гривні.

Процентна політика Національного банку в період загострення ситуації на грошово-кредитному ринку спрямовувалася на підвищення вартості грошей з метою створення стимулів для повернення коштів населення в банківську систему, нівелювання інфляційного та девальваційного тиску.

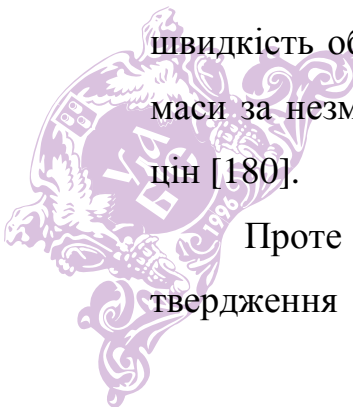
Перехід до гнучкого курсоутворення має знизити вразливість економіки України до зовнішніх шоків. Основною перспективною метою Національного банку України має стати забезпечення цінової стабільності, що є об'єктивною передумовою для довгострокового розвитку.

Розгляд показників результативності монетарної політики в контексті задоволення попиту на гроші.

Тема задоволення попиту на гроші не втрачає своєї актуальності в Україні, з огляду на важливість обрання монетарного режиму, що відповідав би цілям довгострокового розвитку економіки.

Вже традиційним для економістів стало визначення попиту на гроші через величину швидкості їх обертання, яка є відомою в якості однієї зі змінних у „рівнянні обміну”, сформульованого Ірвінгом Фішером. Рівняння Фішера виражає забезпечення платіжного обороту грошами, і припускалось, що швидкість обігу є величиною відносно постійною, тобто збільшення грошової маси за незмінного рівня доходу мало повною мірою втілюватися в зростанні цін [180].

Проте багаторічні дослідження швидкості обертання грошей відкинули твердження про її постійність [181]. Було виявлено, що швидкість обертання



грошей може суттєво і непередбачуваного змінюватись, а отже зв'язок між номінальним доходом та грошовою масою не є стабільною функцією навіть у розвинутих ринкових економіках (що і зумовило відхід багатьох з них від практики монетарного таргетування) [182, 183].

Дослідженню попиту на гроші приділено увагу в працях багатьох науковців, що досліджували проблему кількості грошей необхідних для забезпечення ефективного функціонування економіки. Серед них були такі визначні теоретики як І.Фішер, Дж. Кейнс, М.Фрідмен та ін. Зокрема. Питання швидкості обертання представлені в роботах Р. Селена, Л.Болл [184, 185]. В Україні, питанню формування попиту на гроші також приділено увагу в роботах В. Ющенко та В.Лисицького, О.Арсенюка, А.Патенко та ін. [186].

Різні економічні школи трактували попит на гроші не тільки в якості засобу обміну (на відміну від кількісної теорії Фішера), але і засобу нагромадження, а гроші, відповідно, у якості активу, якому економічні суб'єкти можуть віддавати перевагу перед іншими активами (матеріальні активи, цінні папери та ін.). У випадку меншої привабливості грошей у порівнянні з іншими активами, попит на них знижується, а швидкість їх обертання прискорюється. Отже, попит на гроші залежить від факторів, що визначають їх привабливість в порівнянні з іншими видами активів, серед них: ціни – визначають привабливість вкладення в грошові активи в порівнянні з вкладеннями в матеріальні цінності; доходність фінансових активів – відповідно вибір між цінними паперами та грошовими коштами; валютний курс – привабливість грошових коштів в національній валюті та активів номінованих в іноземній валюті. При цьому, якщо розглядати гроші в розумінні широкого грошового агрегату (у випадку України агрегати М2 та М3, тобто включаючи строкові депозити), то необхідно розглядати ще і відсоткову ставку в якості детермінанти попиту на гроші.

В довгостроковому періоді швидкість обертання грошей може змінюватись під дією таких факторів:



- Схильність до використання економічними суб'єктами різноманітних кредитних продуктів, таких як кредитні картки та кредитні лінії;
- Фінансові інновації та зміни в платіжних системах, що дозволяють усунути транзакційні витрати на переведення активів з менш ліквідної форми в більш ліквідну. При цьому попит на гроші для здійснення платежів знижується. В такому разі, швидкість обертання підвищується лише на період змін в структурі портфеля економічних суб'єктів.
- Структурні фактори, що спричиняють, зростання швидкості в періоди зростання реального доходу, та знижуватись в періоди рецесії.

У випадку перехідної економіки, швидкість обертання (як і обернений до неї показник – монетизація економіки) може змінюватись досить суттєво після досягнення макроекономічної стабілізації, а також під дією структурних зрушень та змін в інституційному середовищі [187].

В цьому дослідженні буде зроблена спроба за допомогою методів регресійного аналізу дослідити взаємозв'язок попиту на гроші та чинників, що згідно з економічною теорією мають визначальний вплив на нього.

З цією метою побудоване регресійне рівняння, в якому залежними змінними виступають показники швидкості обертання грошових агрегатів (величини обернені до монетизації ВВП), розраховані за допомогою показника „широкої” грошової маси в національній валюті (грошовий агрегат М3 без врахування депозитів в іноземній валюті). Показник швидкості обертання розраховувався на основі квартальних даних, як відношення квартального обсягу номінального ВВП до середнього за квартал значення грошового агрегату.

Для побудови моделі попиту на „широкі” гроші обрано наступні пояснювальні змінні:

Індекс споживчих цін обраний в якості характеристики інфляційних процесів. Під час прискорення інфляції, економічні агенти намагаються „втекти” від грошей, що знецінюються, і зберегти вартість у матеріальних цінностях, отже швидкість обігу грошей зростає, а монетизація економіки

знижується. Відповідно, показники інфляції та швидкості обертання мають позитивно корелювати між собою.

Індекс ПФТС – в якості показника попиту на фінансові активи. Фінансові активи являють собою альтернативний банківським депозитам засіб нагромадження, відповідно, зростання попиту на них має супроводжуватись зниженням попиту на гроші в якості засобу нагромадження та зростання швидкості їх обертання.

Показник доларизації депозитів характеризує курсові очікування і виражає зміну переваг економічних агентів стосовно збереження вартості в національній, або іноземній валюті. Можна припустити, що якщо курсові очікування є незмінними, то значення показника доларизації депозитів залишається на стабільному рівні, і не спричинить коливань у попиті на національну валюту. Якщо ж очікування щодо курсу національної валюти погіршуються, це викличе зростання показника доларизації, та, відповідно, зниження попиту на національну валюту.

Реальний ВВП – в якості показника доходу. Зростання доходу має супроводжуватись збільшенням попиту на гроші, які його обслуговують, що проявляється у зростанні швидкості їх обігу. Крім того, в рівняння включено величини грошової пропозиції відповідного грошового агрегату. До моделі також включено фіктивну логічну змінну, що відповідає за кризові явища в економіці України наприкінці 2004 та 2008 років.

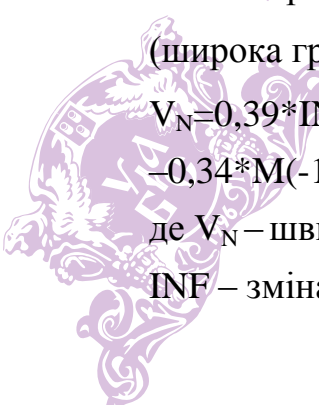
Рівняння побудовані на основі квартальних даних за період з 1999 по II квартал 2009 рік, що взяті як відносні зміни до відповідного кварталу попереднього року, що дозволяє позбутися сезонності в часових рядах.

Отримано регресійне рівняння, що характеризує попит на „широкі” гроші (широка грошова маса в національній валюті):

$$V_N = 0,39 * INF + 0,45 * Real_GDP + 0,02 * PFTS(-1) + 0,2 * Dollariz - 0,34 * M(-1) - 0,02 * DUMMY - 0,07 \quad (2.1)$$

де V_N – швидкість обертання коштів в національній валюті;

INF – зміна індексу споживчих цін;



Real_GDP – зміна реального ВВП;

PFTS – зміна індексу ПФТС;

Dollariz – доларизація;

M – зміна грошової пропозиції;

DUMMY – фіктивна змінна.

Отримане регресійне рівняння (2.1) має високі статистичні характеристики. R- квадрат дорівнює близько 78%, а статистика Дарбіна-Уотсона близька до 1,18. Всі включені змінні, окрім зміни індексу ПФТС та фіктивної змінної є статистично значущими. Крім того, як можна побачити з графіку (рис. 2.7), розраховані згідно отриманого регресійного рівняння значення зміни швидкості обертання «широкий грошей» досить точно повторюють фактичні її значення.

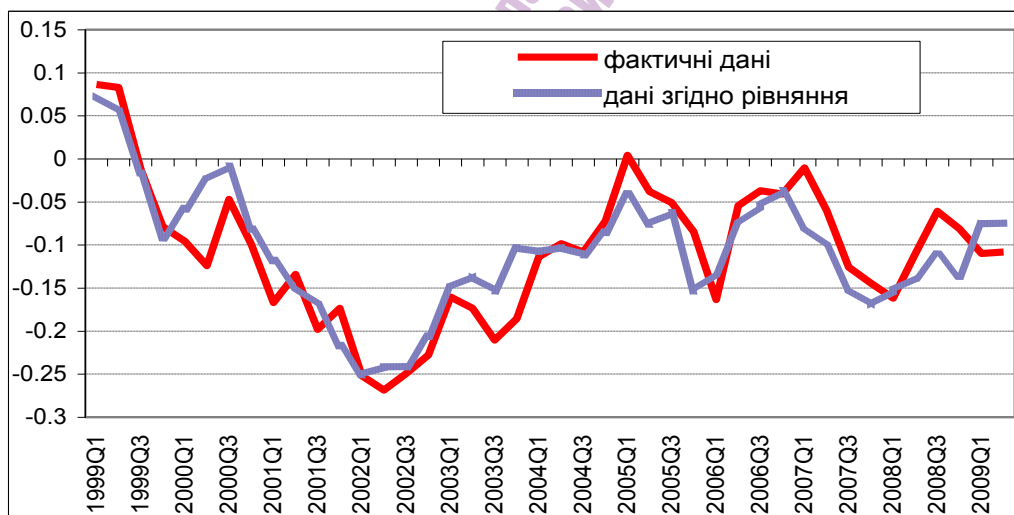


Рис.2.7. Порівняння фактичних значень швидкості обертання грошової маси в національній валюті та розрахованих згідно отриманого рівняння

Джерело: власні розрахунки

Як і очікувалося, попит на широкі гроші в національній валюті залежить від темпів інфляції. Згідно отриманого рівняння, зростання індексу споживчих цін на 1% з лагом в 1 квартал веде до зростання швидкості їх обертання на 0.3%.

Проте про позитивну кореляцію між зміною швидкості обертання та зміною індексу споживчих цін можна судити навіть без використання методів регресійного аналізу. Це підтверджує побудований на основі квартальних

даних графік, що ілюструє зростання швидкості обертання за зростання темпів інфляції (рис.2.8).

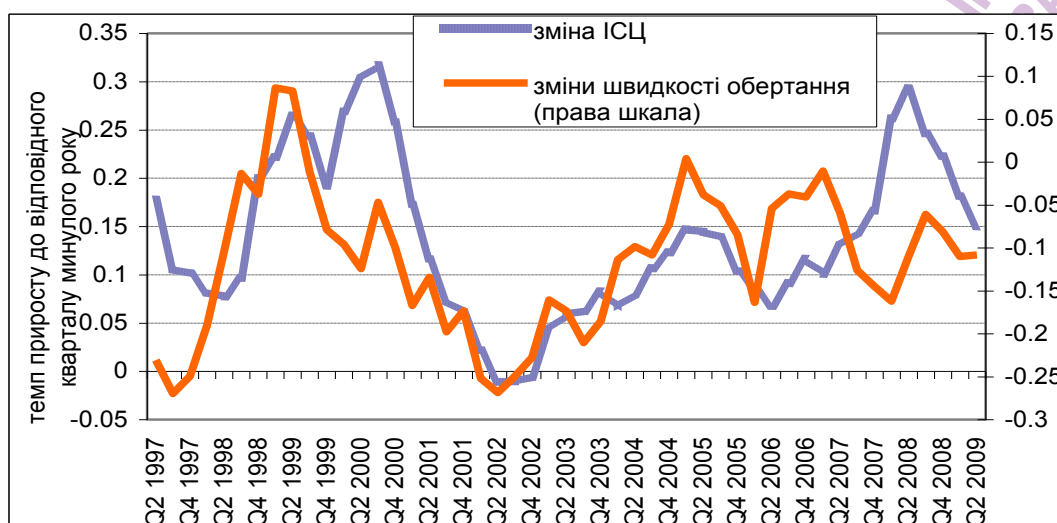


Рис.2.8. Порівняння темпу приросту ІСЦ та швидкості обертання грошової маси в національній валюті
Джерело: власні розрахунки

Зростання індексу ПФТС також асоціюється зі зростання швидкості обертання. Це співпадає з теоретичними припущеннями, проте цей показник має малу статистичну значимість в цьому рівнянні, що можна пояснити незначною роллю цінних паперів у виконанні функції засобу нагромадження в Україні.

Зростання доларизації депозитів природно веде до зменшення попиту на національну валюту.

Зростання реального ВВП веде до підвищення попиту на гроші, що співпадає з висунутими раніше припущеннями. Проте показник зростання реального ВВП в цій специфікації рівняння має малу статистичну значимість.

Розширення грошової пропозиції, відповідно до параметрів отриманого рівняння, веде до зниження швидкості обертання, а отже задоволення попиту на гроші. Необхідно зауважити, що задоволення попиту на гроші шляхом розширення грошової пропозиції можливе лише за низьких інфляційних очікувань.

Швидкість обертання грошей змінюється під дією багатьох факторів.

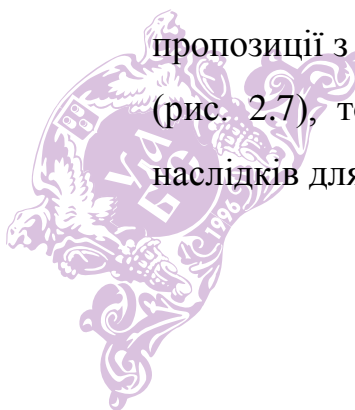
Спроба проаналізувати деякі з них була зроблена в цьому дослідженні. Отримано підтвердження на користь впливу інфляції на швидкість обертання та монетизацію економіки. Задоволення Національним банком України попиту на національну валюту та постійне зростання рівня монетизації економіки є можливим лише за зниження темпів інфляції до передбачуваного та контрольованого рівня. Отже, взятий курс на запровадження режиму, що базується на забезпеченні цінової стабільності є вірним [188].

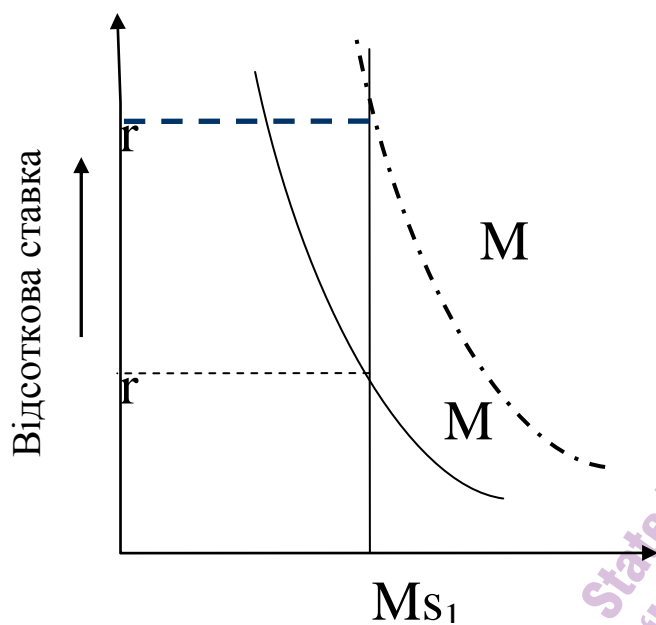
Показники швидкості обертання грошей та монетизації економіки мають використовуватись лише для аналітичних цілей і не можуть виступати в якості цільових орієнтирів. З цих же міркувань недоцільно застосовувати ці показники для порівняння по різних країнах, як це робиться в роботах деяких авторів [189].

Використання в якості операційного орієнтиру відсоткових ставок (замість будь-якого грошового агрегату), робить монетарну політику більш гнучкою. Це можна проілюструвати за допомогою наступного умовного прикладу.

Припустимо, що в економіці відбувається підвищення попиту на гроші внаслідок неочікуваного зростання реального доходу. В такому разі, попит на гроші підвищується. На рис. 2.9 та 2.10 показано, що попит переміщується з позиції Md_1 в позицію Md_2 . Якщо монетарна політика оперативним орієнтиром виступає грошовий агрегат, то пропозиція грошей залишається на попередньому рівні Ms_1 , а відбувається зростання відсоткових ставок з r_1 до r_2 , що негативно відображається на економічному зростанні (рис. 2.6).

У випадку, якщо орієнтиром монетарної політики виступає відсоткова ставка, то зростання попиту на гроші автоматично призводить до збільшення їх пропозиції з Ms_1 до Ms_2 , а відсоткова ставка залишається на попередньому рівні (рис. 2.7), тобто відбувається задоволення попиту на гроші без негативних наслідків для економіки.

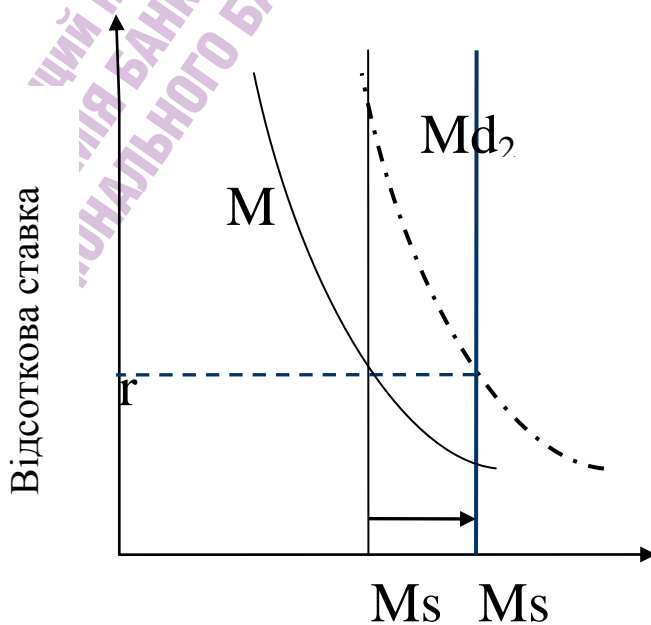




Обсяг попиту, пропозиції грошей

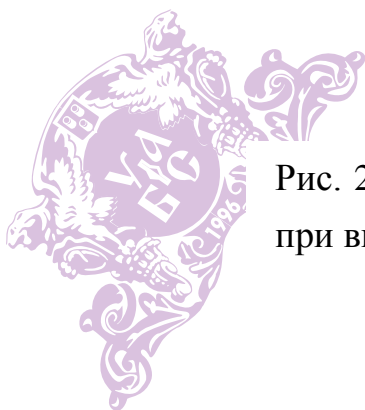
Рис. 2.9. Досягнення ринкової рівноваги на грошовому ринку при використанні монетарного орієнтиру – грошова пропозиція

Відсоткова ставка в якості орієнтиру монетарної політики є більш гнучким та об'єктивним інструментом визначення попиту на гроші.



Обсяг попиту, пропозиції грошей

Рис. 2.10. Досягнення ринкової рівноваги на грошовому ринку при використанні монетарного орієнтиру – відсоткова ставка



Втім, наведений підхід є актуальним у поза кризовий період. Особливості функціонування фінансових ринків за умов розгортання фінансово-економічної кризи поставило перед центральними банками нові виклики та завдання. Це, зокрема, стосується вибору інструментів і показників, які слугують оперативними орієнтирами при здійсненні грошово-кредитної політики.

Донедавна процентна ставка вважалася більш ефективним інструментом та адекватним орієнтиром грошово-кредитної політики в порівнянні будь-яким грошовим агрегатом. За нормальних умов функціонування грошово-кредитного ринку, такий підхід дозволяв робити монетарну політику більш гнучкою. Адже, неочікувана зміна попиту на гроші за підтримки стабільного рівня відсоткових ставок центральним банком, не призводить до небажаної зміни монетарних умов та, відповідно, негативного впливу на економічне зростання.

Втім, за умов поточної кризи роль відсоткової ставки як інструмента та орієнтира монетарної політики суттєво змінилась.

По-перше, відсоткова ставка за умов нефункціонуючих фінансових ринків не може адекватно відображати ціну грошових ресурсів, адже обсяг торгівлі такими ресурсами не може бути порівняний з докризовим. Яку інформацію несе в собі відсоткова ставка за банківським кредитом, якщо середньостатистичний позичальник не може його отримати? Звичайно, банки здійснюють незначні кредитні угоди, однак в невеликому обсязі і лише з обмеженим колом обраних позичальників. Проте для більшості доступ до кредиту лишається закритим.

По-друге, відсоткова ставка перестала ефективно виконувати роль інструмента монетарної політики. При цьому для центральних банків розвинених країн та країн, що розвиваються ця проблема дещо різна.

Центральні банки розвинених країн за загрози дефляції знизили свої відсоткові ставки майже до нульового рівня. Втім такий захід не дав очікуваних результатів, робота фінансових ринків залишається заблокованою і кредити не надходять до реального сектору економіки. З огляду на це, провідні центральні банки перейшли до так званого «кількісного послаблення», вливаючи гроші

безпосередньо через викуп активів.

Центральні банки країн, що розвиваються (більшість яких зазнала девальвації) також обмежені у використанні процентної політики, оскільки зниження ними процентних ставок не пришвидшить економічного зростання в умовах обмеженого зовнішнього попиту. Втім, дешева ліквідність одразу чинить тиск на валютний курс. Підвищення ставок у періоди сильного девальваційного тиску також мало чим може зарадити, оскільки доходність гри на валютних курсах за таких умов є дуже значною. Спроба ж здорожчити кредити рефінансування настільки, щоб нівелювати вигоди на валютному ринку, може завдати нищівного удару по слабкій банківській системі.

За таких умов, центральні банки значну увагу приділяють саме кількісним показникам грошової пропозиції.

Отже, є об'єктивні причини до відновлення ролі кількісних показників грошової пропозиції в монетарній політиці за умов фінансово-економічної кризи.

Необхідно додати, що першою ознакою відновлення функціонування грошово-кредитного ринку буде саме зростання кількісних показників кредитної активності та грошових агрегатів за будь-якого рівня відсоткових ставок, оскільки це означатиме, що банки знов почали виконувати функцію посередника і процес мультиплікації грошей запрацював [190].

У післякризовий період, за відновлення адекватного механізму ціноутворення на фінансовому ринку, використання відсоткової ставки в якості проміжного орієнтиру відновить позиції найбільш адекватного та гнучкого підходу до проведення грошово-кредитної політики.

2.2. Властивості монетарної трансмісії як релевантні фактори впливу на результативність грошово-кредитної політики в Україні

Необхідно відзначити, що як в наукових колах, так і в колах економістів-практиків не існує єдиного погляду на природу трансмісії і тривалість тих часових лагів, з якими дії монетарної політики впливають на економіку.

Природа і дієвість трансмісійного механізму варіюються в залежності розмірів, структури і відкритості економіки.

В країнах, що розвиваються, природа впливу монетарної політики на економіку характеризуватиметься більшою мірою невизначеності в порівнянні з розвиненими країнами, що пов'язано з процесами інституційних і структурних змін в економічних системах і іншими обмежуючими чинниками.

Для економіки України, як для багатьох інших економік перехідного типу, характерною є наявність факторів, які знижують ефективність механізму монетарної трансмісії, пов'язаних як з недосконалістю фінансового ринку, фіскальною політикою уряду, так і структурними чинниками.

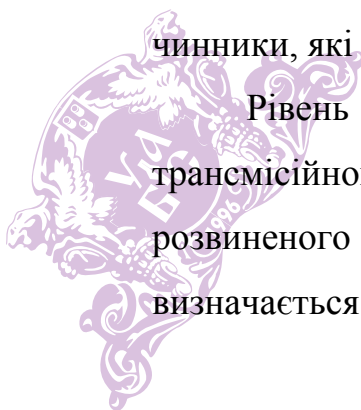
Даний розділ присвячений розгляду згаданих чинників, а також заходам, направленим на оптимізацію дії трансмісійного механізму монетарної політики, що розуміється як зменшення невизначеності в його дії і підвищення ефективності роботи його каналів.

Під час перехідного періоду, інституційні структури, важливі для проведення результативної монетарної політики, є недорозвиненими за визначенням, в той же час, процеси, що перешкоджають монетарній трансмісії (розбалансована бюджетна політика, негативні інфляційні очікування і ін.) можуть бути достатньо сильними і домінувати на певних етапах [191]. У таких умовах монетарна влада може бути вимушена діяти непослідовно, таким чином, в ще більшою мірою зменшуючи результативність своєї політики.

Не дивлячись на розмаїття монетарних режимів і методів проведення грошово-кредитної політики в перехідних економіках, існують певні загальні характеристики, наявність яких знижує ефективність монетарної трансмісії.

Далі викладені найбільш значущі для більшості перехідних економік чинники, які чинять найбільший вплив на ефективність монетарної трансмісії.

Рівень та глибина розвитку фінансового сектору. Для ефективної дії трансмісійного механізму монетарної політики критично важливим є наявність розвиненого фінансового ринку. Глибиною його розвитку і ліквідністю визначається ступінь впливу заходів політики центрального банку на ринкові

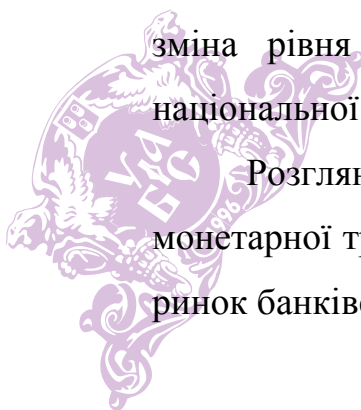


процентні ставки і ціни фінансових активів. Таким чином, ступенем розвитку фінансового ринку визначається роль і значущість процентного каналу трансмісійного механізму, а також каналу цін активів.

Як правило, економіки, що розвиваються, характеризуються меншим ступенем розвитку фінансових ринків в порівнянні з розвиненими економіками по параметрах конкуренції, ліквідності, капіталізації, ступеню залучення широкого спектру економічних агентів. Відповідно, знижується дієвість монетарної політики, що виявляється в невизначеності впливу її заходів на показники фінансового ринку.

В розвинутих країнах, ефективна робота трансмісійного механізму монетарної політики базується на розвинутому та ліквідному фінансовому ринку. Початково, центральний банк, змінюючи свою ключову відсоткову ставку, може впливати лише на свою операційну ціль – ринкову ставку на міжбанківському кредитному ринку. Ефективність подальшого впливу оперативної змінної (тобто ставки міжбанківського кредитного ринку за режиму інфляційного таргетування) на інші ставки та ціни активів на фінансовому ринку залежить від ступеню розвитку та глибини фінансового сектору. В міру того як економічні агенти реагують на зміну короткострокових процентних ставок, вони починають змінювати структуру своїх портфелів. Арбітраж між ринками фінансових активів передає (через зміну ціни і доходності фінансових активів) зміни у визначених монетарною політикою процентних ставках на інші процентні ставки. Наслідком зміни структури портфеля стає зміна довгострокових процентних ставок, що відбиває зміну умов кредитування на грошовому ринку та ринку капіталів та, відповідно, загального рівня інвестиційних та споживчих видатків в економіці. Крім того, зміна рівня відсоткових ставок призводить до поціновування/знецінення національної валюти відносно інших валют, а отже і змін у валютному курсі.

Розглянемо вплив ступеня розвитку фінансового ринку на ефективність монетарної трансмісії на прикладі таких найбільш важливих його складових як ринок банківського кредиту і фондовий ринок.



Банківський кредит. Для багатьох перехідних економік, у тому числі і для економіки України, роль банківської системи в трансмісійному механізмі є визначальною. Це значною мірою пов'язано з відсутністю альтернативних банківському кредитуванню джерел позичкового капіталу для фінансування інвестиційних і споживчих витрат, таких як, наприклад, ресурси ринку капіталу.

Результативність монетарної політики великою мірою визначається розміром банківського сектора відносно реального сектора економіки. Роль банківського кредитування як в економіці України, так і багатьох перехідних економіках, продовжує динамічно зростати.

Більшість досліджень, говорять про те, що ключовими структурними характеристиками, що обумовлюють ефективну роль банківського кредитування в трансмісійному механізмі, є конкуренція на ринку і здорова банківська система.

За наявності високої концентрації в банківському секторі є можливим олігополістичне ціноутворення: зміна цін на ресурси міжбанківського ринку (на які центральний банк має найбільший вплив) може не призвести до відповідних змін у ставках за кредитами і депозитами банків для реального сектора економіки.

Егерт і МакДональд в дослідженні монетарної трансмісії в країнах Центральної і Східної Європи відзначають, що, висока концентрація капіталу асоціюється з меншою ефективністю процентного каналу. Проте, не дивлячись на це, прихід на банківський ринок іноземного капіталу (що збільшує ступінь концентрації) призводив швидшої і ефективнішої роботи процентного каналу. Даний факт можна пояснити тим, що хоча збільшення концентрації і відбувається, проте прихід іноземного капіталу приносить нові стандарти діяльності, що, в цілому, підсилює конкуренцію на ринку [192].

Для України, як для багатьох країн з економікою, що розвивається, це питання є актуальним, у зв'язку зі зростанням частки іноземного капіталу в банківському секторі. Останніми роками частка іноземного капіталу в

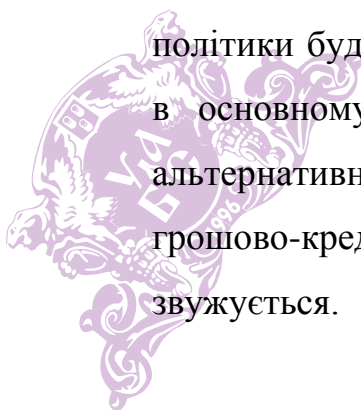
статутному капіталі українських банків зростає з 9.6% на початок 2005 року до 37,6% на 1 квітня 2009 року.

Проте навіть наявність конкуренції в банківському секторі може не бути достатньою умовою гнучкості процентних ставок щодо заходів політики.

Важливим чинником, який обмежує ефективність монетарної трансмісії, є висока частина премії за ризик в структурі відсоткової ставки банків в умовах перехідної економіки. Це є як наслідком макроекономічної нестабільності (непередбачуваність інфляції) і напруженої політичної ситуації, так і проблемами збору оцінки економічної інформації на мікро рівні (пов'язаних з оцінкою застави, або фінансового стану позичальника). Все це ускладнює діяльність банків як фінансових посередників, що віддзеркалюється в підвищенні премії за ризик і проведенні банками небажаної селекції (adverse selection) [193].

Таким чином, в умовах нестабільності, зв'язок між контрольованими центральним банком змінними і процентними ставками може бути порушений. Крім того, в умовах асиметрії інформації, в найбільшій мірі виявляється дія кредитного каналу. В такому випадку, банки схильні реагувати на жорсткішання політики не підвищенням відсоткової ставки, оскільки таке підвищення приведе до зменшення попиту на кредити з боку найбільш кредитоспроможних позичальників, діяльність яких найменше ризикована. В той же час попит з боку позичальників з великим кредитним ризиком залишиться без змін. Отже, банки мають селективно підходити до вибору позичальників, проводячи так зване «раціонування кредиту», тобто або жорстко нормувати його видачу, або взагалі її припинити.

Це хоч і призводить до зниження споживчого попиту, проте ефект від дій політики буде асиметричним, оскільки обмеження фінансування відобразиться в основному на домогосподарствах і дрібних компаніях, які не мають альтернативних джерел фінансування. Це в свою чергу, робить трансмісію грошово-кредитної політики більш невизначеною, оскільки сфера її дії значно звужується.



У Україні, як і багатьох країнах з перехідною економікою, дія кредитного каналу є значною, особливо по відношенню до споживчих кредитів. На посилювання заходів політики, банки часто схильні реагувати не підвищенням ставок, а скороченням обсягів кредитування.

Фондовий ринок. Ще одним чинником, що знижує ефективність монетарної трансмісії в країнах, що розвиваються, є відсутність повноцінно функціонуючого фондового ринку.

У розвинених країнах, де капіталізація компаній по відношенню до ВВП перевищує 100%, ефективність монетарної політики в значній мірі посилюється під впливом розвинутого ринку капіталу за рахунок сильної дії каналу цін інших активів (q-канал Тобіна, канал багатства, канал ліквідності домогосподарств).

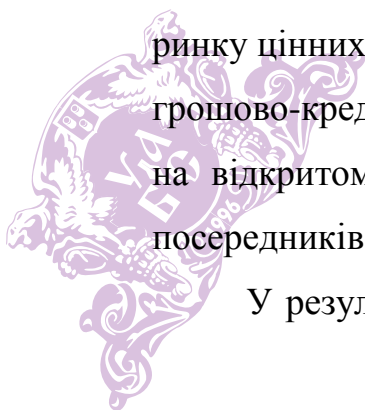
У економіках, що розвиваються, ринки капіталу є обмеженими, відрізняються меншою глибиною розвитку і низькою ліквідністю в порівнянні з розвиненими економіками.

Обмеженість фінансових ринків призводить до високих транзакційних витрат і значної різниці між цінами продавця і покупця, таким чином затрати на фінансування шляхом випуску акцій і облігацій значно зростають. Крім того, навіть невеликі групи гравців можуть значною мірою впливати на ринок.

В умовах недорозвинутого фондового ринку, фінансування інвестиційних витрат більшості компаній не визначається ситуацією на ринку капіталу. Крім того, обмежена участь домогосподарств на цьому ринку, тобто відсутність в їх портфелях цінних паперів, не дає можливості монетарній владі впливати на сукупне споживання через зміну цін активів, що їм належать.

Також необхідно відзначити, що відсутність ефективно функціонуючого ринку цінних паперів ускладнює діяльність як центрального банку в проведенні грошово-кредитної політики (неможливість ефективного проведення операцій на відкритому ринку), так і діяльність комерційних банків як фінансових посередників (проблеми з оцінкою застави).

У результаті, як наголошується в огляді Банку міжнародних розрахунків



на ранніх стадіях розвитку ринку капіталу, трансмісія заходів грошово-кредитної політики може бути особливо невизначеною [194].

Всі вище перелічені проблеми до певної міри є актуальними і для України. Хоча ринок капіталу зростає досить динамічно (капіталізації підприємств, що пройшли лістинг по відношенню до ВВП зроста з 6% в 2000 р. до 40.4% в 2006 р.), його показники виглядають досить скромно в порівнянні з розвиненими країнами (рис. 2.11).

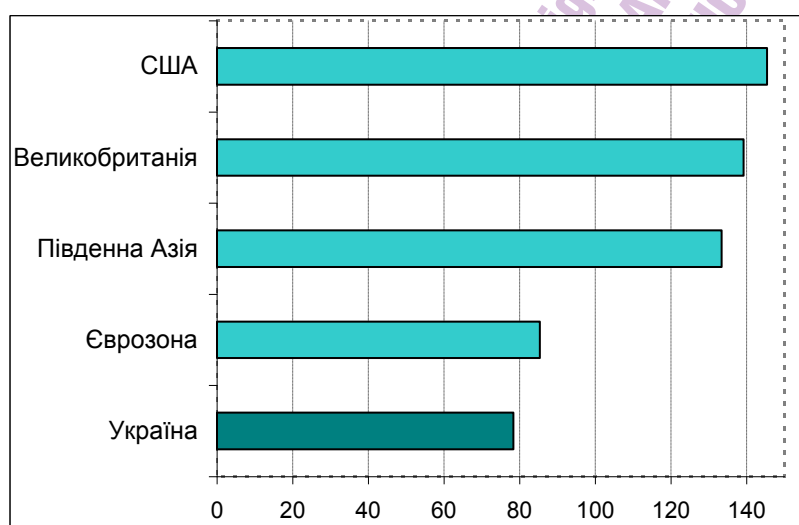


Рис. 2.11. Відмінності у розмірах ринку капіталу – капіталізація компаній, що пройшли лістинг у відношенні до ВВП (дані за 2007 р.)

Джерело: Світовий банк

Низька ліквідність робить процес ціноутворення на цьому ринку інерційним. У відповідь на дії монетарної політики, інвестори можуть відреагувати з великим лагом, що пов'язано з високими транзакційними витратами і неможливістю швидкого виходу з ринку без значних фінансових втрат.

Основними причинами, що стримують ефективну діяльність українського фондового ринку (та ринку цінних паперів, зокрема) та не дозволяють йому підтримувати ефективну роботу трансмісійного механізму є наступні.

- Низька ступінь участі дрібних інвесторів на ринку цінних паперів, що не дозволяє підтримувати його ліквідність, збільшувати його обсяги та не дозволяє спрацьовувати механізмам ціноутворення. Причинами низького ступеня залучення дрібних інвесторів до використання інструментів фондового ринку є,

насамперед, відсутність дієвої системи захисту прав інвесторів та акціонерів, що є одним із наслідків необов'язковості дотримання принципів корпоративного управління, відсутності у законодавстві чіткої регламентації прав акціонерів та відповідальності за їх недотримання. Висока концентрація прав власності та недостатня увага до захисту прав дрібних акціонерів призводить до того, що значна кількість ресурсів, що могла б ефективно перерозподілятися через фондовий ринок, вкладаються (крім депозитних банківських вкладів) в непродуктивні види реальних активів та готівкову іноземну валюту.

Крім того, на сьогодні населення має низький рівень знань та поінформованості щодо діяльності фондового ринку. Воно не має необхідних знань з питань регламентації діяльності фондового ринку та прав його учасників. Як наслідок, домогосподарства, які в розвинених країнах складають переважну частину інвесторів, в Україні майже не проявляють активності на фондовому ринку.

- Переважання неорганізованого ринку цінних паперів в Україні. Понад 98% операцій проводяться на неорганізованому ринку та є угодами „за домовленістю”. Неорганізована торгівля не дозволяє справедливо визначити ціну фінансових активів та призводить до непрозорості ринку. В організованій торгівлі значною мірою присутні операції з „фіктивного котирування”. В результаті, достовірної інформації щодо об'єктів інвестування не мають ні інвестори, ні емітенти, ні контролюючі органи. Крім того, неможливість визначення справедливої ціни фінансових активів робить операції банків з ними досить ризикованими, а отже їх активність на фондовому ринку є низькою.

- Невизначеність політики Уряду щодо випуску власних боргових зобов'язань. Як свідчить іноземний досвід, цінні папери емітуються державою не лише для фінансування дефіциту державного бюджету, а й також значною мірою впливають на процеси встановлення відсоткових ставок в економіці та ефективного перерозподілу ресурсів, що дозволяє використовувати їх для

регулювання грошової пропозиції. В Україні ж ліквідність ринку держаних цінних паперів не підтримується державою, процес визначення доходності, строків та обсягу їх емісії має ситуативний характер, її періодичність є нерегулярною, а визначення ефективної відсоткової ставки за ними не узгоджується з цілями грошово-кредитного регулювання.

Інфляційні очікування. Більшість перехідних економік на початковому етапі трансформації пережили періоди високої і нестабільної інфляції, при цьому для стабілізації очікувань багато хто з них вибрав в якості номінального якоря курсову прив'язку. В процесі макроекономічної стабілізації темпи інфляції хоч і знизилися, але залишаються досить мінливими, що не дає центральному банку стабілізувати інфляційні очікування на потрібному рівні і ефективно впливати на сукупний попит.

У таких умовах, пом'якшення монетарної політики може вести не до підвищення рівня ділової активності, а, навпаки, до спаду. М'якша монетарна політика, може формувати в економічних агентів негативні інфляційні очікування. В той же час, заходи дезінфляції можуть сприяти підвищенню ділової активності, у надії на відновлення макроекономічної стабільності.

Таким чином, в короткостроковому періоді крива Філіпса може бути вертикальною або мати неправильний нахил – вищі рівні інфляції ведуть до скорочення економічної активності [122]. Вертикальний нахил кривої Філіпса, при таких обставинах, може бути зумовлений гіперчутливістю інфляційних очікувань до змін в монетарних умовах, що обумовлено недавніми епізодами гіперінфляції і нестабільності.

Дієвість монетарної трансмісії може також значно ослаблятися через значну мінливості інфляції. По-перше, в таких умовах досить важко визначити яка частина номінальної процентної ставки відноситься до реальної процентної ставки, а яка – до премії за інфляційний ризик. Таким чином, знижується дієвість процентного каналу трансмісії. По-друге, непередбачуваність інфляції веде до скорочення термінів фінансових інструментів, що значно послаблює дієвість каналу цін активів.

Центральні банки як розвинених, так і країн, що розвиваються, які встановлюють кількісні цілі по інфляції і що вже стабілізували інфляційні очікування шляхом проведення прозорої політики, мають в своєму розпорядженні додатковий сигнальний інструмент – у вигляді самої інфляційної цілі. При цьому встановлюючи те або інше значення таргетованого рівня інфляції, центральний банк може використовувати канал інфляційних очікувань, підсилюючи таким чином, ефективність монетарної політики.

Валютного курсу, доларизація і перелив капіталу. Можна виділити три «вимірювання» каналу валютного курсу. Зміна обмінного курсу в першу чергу прямо впливає на ціни імпортованих товарів і, відповідно, на споживчі ціни. По-друге, змінюватиметься конкурентоспроможність економіки на міжнародних ринках. Зміна обмінного курсу призводить до зміни цін внутрішніх товарів в порівнянні з іноземними товарами, що впливає на обсяги чистого експорту. І по-третє, дані дії позначаються на балансових позиціях всіх економічних гравців, які мають активи або зобов'язання в іноземній валюті і схильні до валютного ризику.

Ефект від дій монетарної політики через канал валютного курсу може бути різноспрямованим. У випадку, якщо країна є нетто-дебітором відносно зовнішнього сектору (що характерне для багатьох економік, що розвиваються), то пожорсткішання монетарної політики і подальше зміцнення курсу національної валюти може призвести до поліпшення балансових позицій певних секторів, що знівелює або переважить ефект від скорочення внутрішнього попиту внаслідок відносного подорожчання вітчизняних товарів.

Таким чином, дія валютного курсу на економіку буде обумовлена ступенем відкритості економіки, доларизацією активів і пасивів її секторів, ступенем розвитку валютного ринку, рівнем зовнішнього боргу.

Ступінь відкритості економіки. Відмінність в ступені відкритості між економіками, що розвиваються і розвиненими, є очевидною (рис.2.12).



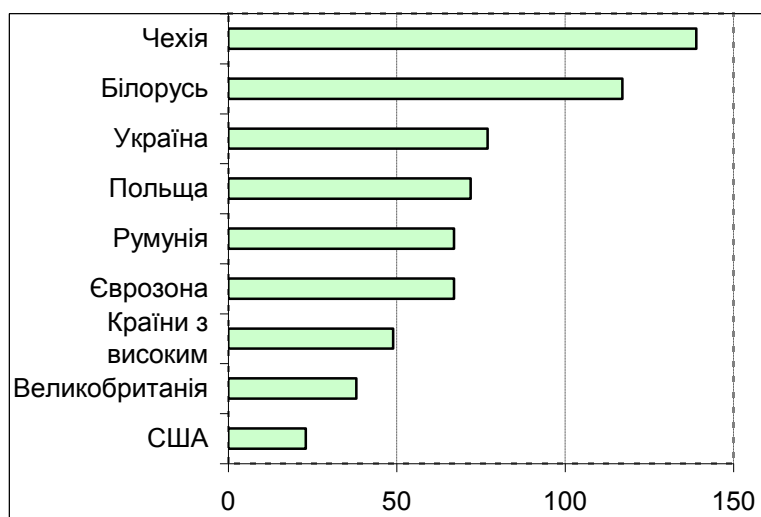


Рис.2.12. Відмінності у рівнях відкритості – зовнішньоторговельний товарооборот по відношенню до ВВП (дані за 2007 рік)

Джерело: Світовий банк

Це необхідно враховувати при аналізі дії трансмісійного механізму, оскільки при високому ступені відкритості, більшість економічних змінних піддаються значному впливу обмінного курсу, при цьому швидкість такого впливу значно вища, ніж дія традиційного каналу валютного курсу в розвиненій економіці.

Також необхідно враховувати і мобільність потоків капіталу за фінансовим рахунком. Особливо гостро відчувається проблема значних перетоків капіталу для економік, що розвиваються. Надлишок глобальної ліквідності, що значною мірою зумовлювався м'якою монетарною політикою ФРС США призводив до значного нарощування міждержавних потоків капіталу, значна частка яких мала спекулятивний характер.

Притік капіталу до країн, що розвиваються, призводив до зростання пропозиції кредитних ресурсів, та був розігрівуючим для економік чинником.

Втім, після загострення проблем у фінансовому секторі США, які спровокували кризу недовіри, міждержавний рух капіталу почав швидко втрачати оберти, що мало значні негативні наслідки, особливо для економік країн, що розвиваються. Стрімкий відтік капіталу (з огляду на те, що спекулятивний капітал має дуже значну мобільність) провокував значний девальваційний тиск, різке падіння обсягів кредитування, та, як наслідок,

погіршення фінансових позицій суб'єктів ринку та посилення економічного спаду.

Універсальна позиція щодо необхідності повної лібералізації ринків капіталу та вільного переміщення фінансових потоків між країнами була хибною. В цьому аспекті до кожної країни необхідно виробляти окремий підхід. Відкриттю певних секторів фінансового ринку для міжнародного капіталу повинна передувати робота по підготовці інфраструктури. Внутрішній фінансовий ринок повинен мати можливості для абсорбції міжнародного капіталу.

Доларизація. Традиційно вважається, що значний ступінь доларизації є наслідком нестабільності, різкої девальвації національної валюти і високих темпів інфляції, які виявляються на початкових етапах трансформації перехідних економік. Проте, навіть після подолання гіперінфляції і відносної макроекономічної стабілізації в багатьох країнах з ринком, що розвивається, рівень доларизації значно не знижувався, а іноді навіть зростав (рис. 2.13) [195].

При цьому необхідно конкретизувати термін «доларизація». Якщо в період гіперінфляції іноземна валюта частково виконує функції засобу платежу (т.з. «заміщення валюти»), то після досягнення макроекономічної стабілізації логічніше говорити про доларизацію, як про «заміщення активів», тобто економічні агенти вважають за краще зберігати певну частку заощаджень в іноземній валюті.

Як правило, значна доларизація кредитів виникає як наслідок недостатності пропозиції в економіці довгострокових ресурсів в національній валюті. В цьому контексті ключовою є необхідність розвитку пенсійної системи, яка є основним джерелом довгострокових ресурсів в розвинутих економіках.

Визначальним фактором нарощування кредитування в іноземній валюті була не лише різниця в процентних ставках, що робило кредити в валюті більш привабливими (фактор попиту), а і суто фактор пропозиції: позичаючи ресурси за кордоном, банки перепозичали їх в іноземній валюті, щоб закрити валютну

позицію [196].

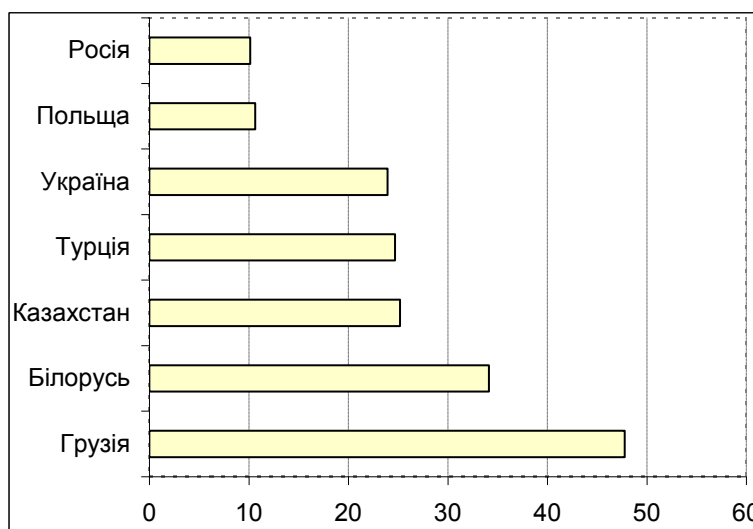


Рис.2.13. Рівень доларизації депозитів в окремих країнах – депозити в іноземній валюті по відношенню до широкої грошової маси

Джерело: сайти центральних банків, власні розрахунки

При цьому з точки зору базельських принципів нагляду, такі операції не були ризикованими, з огляду на те, що кінцевий валютний ризик був перекладений на позичальника. Це призвело до концентрації валютного ризику в реальному секторі економік, що розвиваються, та, відповідно ризику ліквідності та кредитного ризику в банківському секторі. Згодом, внаслідок відтоку капіталу з цих економік, відбулася реалізація цих ризиків через девальвацію національних валют та зростання боргового навантаження.

Природно, що високий ступінь доларизації вносить значну невизначеність в дію трансмісійного механізму монетарної політики саме за рахунок дії каналу валютного курсу.

В умовах значної доларизації як депозитів, так і кредитів дія монетарної трансмісії супроводжуватиметься ще більшою невизначеністю і асиметричністю, оскільки курсові коливання по-різному відображаються на фінансовому стані різних груп економічних агентів залежно від того є вони нетто-кредитори або нетто-дебітори в іноземній валюті. При цьому, в багатьох країнах, що розвиваються, ринок інструментів хеджування валютних ризиків знаходиться в зародковому стані, враховуючи відсутність мотивації для його

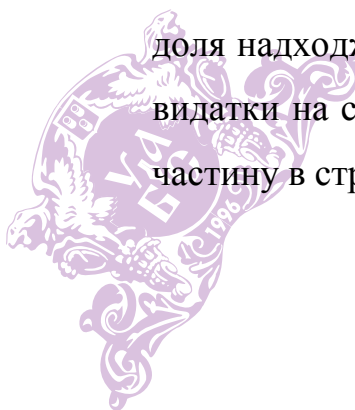
розвитку в умовах досить тривалого досвіду застосування курсової прив'язки.

Доларизація під час валютно-фінансової кризи є чинником, що не дає економіці швидко пристосуватися до нових зовнішніх умов. Коли збалансування економіки вимагає девальвації обмінного курсу (приміром в умовах різкого припинення притоку капіталу в країну), але присутній значний рівень доларизації, майже невідворотно відбувається криза фінансового сектору або криза державного боргу. Про це свідчить світовий досвід. При цьому, не існує шляхів безкризового розв'язання такої ситуації, але країни намагаються пом'якшити наслідки кризи, що, втім, може ще більш їх поглиблювати. В якості прикладів можна навести примусове переведення всіх зобов'язань в національну валюту (Аргентина) та націоналізацію банків (Чілі).

Проте уроки кризи окремі країни використали для того, щоб почати активну дедоларизацію, передумовою для якої, звичайно, має бути економічна політика, що користується довірою. Загальновідомі такі методи дедоларизації як диференціація обов'язкових резервів та високі вимоги резервування за кредитами в іноземній валюті.

Значний вплив на інфляцію з боку «немонетарних» факторів. Хоча за відомим висловлюванням Мільтона Фрідмена: «Інфляція завжди та всюди є монетарним феноменом», проте в Україні на інфляцію значною мірою діють чинники, що не залежать від дій монетарної влади та, відповідно отримали назву «немонетарних» чинників [197].

По-перше, до таких чинників можна віднести незбалансовану фіскальну політику. Перерозподіл ВВП через бюджет в останні роки значно збільшився (рис. 2.14), що свідчить про експансивну фіскальну політику та, відповідно, відчутний вплив на цінову динаміку. Особливо, якщо відзначити той факт, що доля надходжень від приватизації у фінансуванні бюджету є досить значною, а видатки на соціальний захист та соціальне забезпечення становлять найбільшу частину в структурі Зведеного бюджету



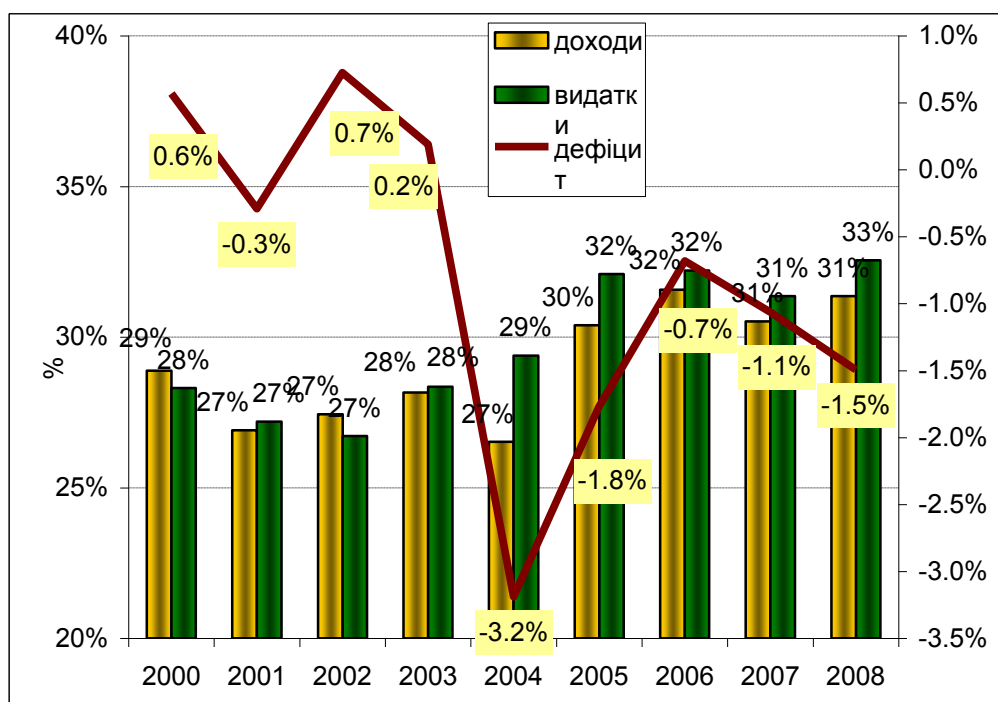


Рис.2.14. Перерозподіл коштів через бюджети всіх рівнів (у % відношенні до ВВП)

Джерело: Мінфін, Держкомстат, власні розрахунки

Отже, значна частка ресурсів, що надходить до бюджету від продажу державної власності спрямовується на поточне споживання. Потрібно також зазначити, що підвищення номінальних доходів соціально незахищених верств населення спровокувало значне поживлення попиту на споживчому ринку, яке не було підкріплене достатньою товарною пропозицією. Це викликало прискорення інфляційних процесів, що відбулося з незначним часовим лагом (рис. 2.15).

З іншого боку, посилення фіскального тиску призводить до зниження стимулів до ведення підприємницької діяльності. Це в свою чергу, обмежує можливості щодо збільшення випуску та розширення пропозиції, а, отже разом зі стимулюванням споживчого попиту призводить до посилення інфляційного тиску.

Варто також зауважити, що можливості грошово-кредитного регулювання значно обмежуються наявністю суттєвої частки адміністративно регульованих цін та тарифів. Необхідність їх корекції тягне за собою підвищення цін на всі пов'язані товари та послуги, а отже і, не пов'язаного з

поточними монетарними умовами, зростання цін.

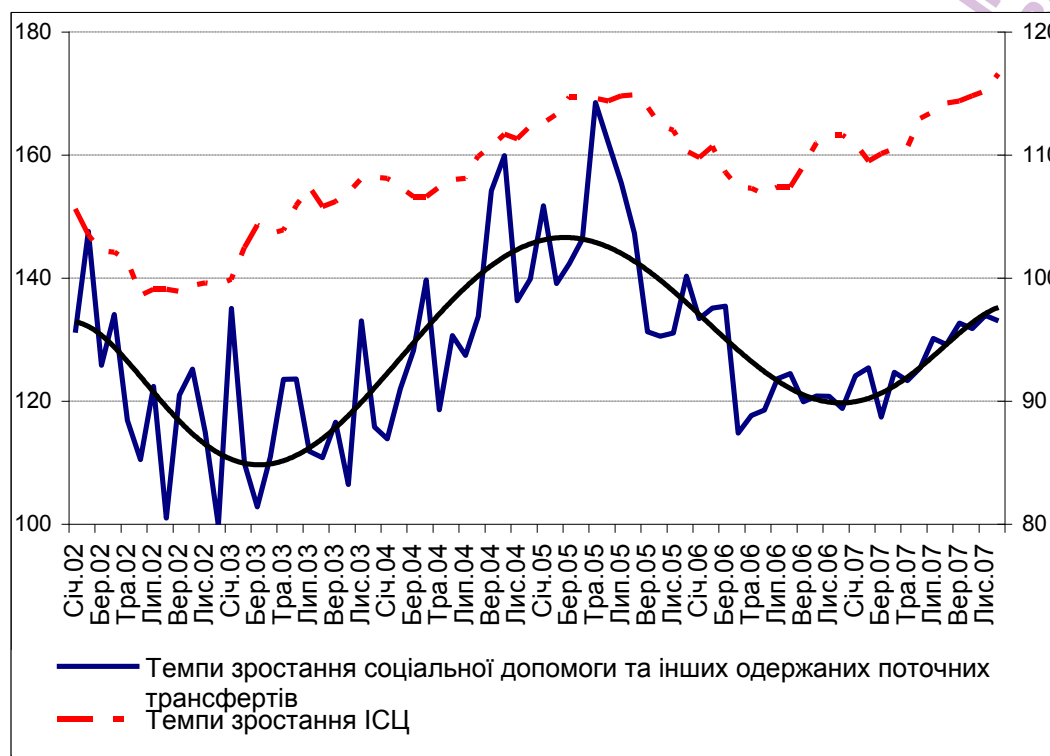


Рис.2.15. Динаміка соціальних трансфертів населенню та ІСЦ (місяць до місяця відповідного року)

Джерело: Мінфін, Держкомстат, власні розрахунки

Інші структурні чинники.

Рішучість в здійсненні структурних реформ, якість і швидкість їх проведення є вирішальним чинником, що визначає економічне середовище, і значною мірою зв'язок між діями монетарної політики і макроекономічними змінними.

З позиції грошово-кредитної політики і її трансмісійного механізму, структурні фактори визначають велику кількість обмежень, з якими стикаються господарюючі суб'єкти в своїй діяльності, і, відповідно, їх поведінку в різних обставинах, включаючи і реакцію на дії монетарної політики.

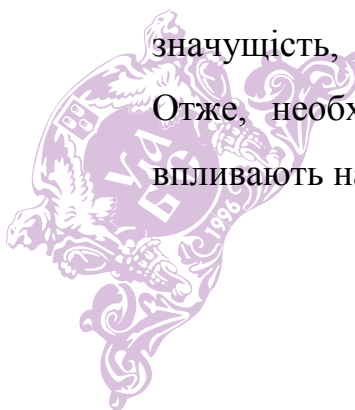
Під структурними факторами, що впливають на дієвість монетарної трансмісії, слід розуміти ступінь участі держави в регулюванні окремих товарних ринків і цін на них, частку державної власності в корпоративному секторі, захист прав власності і ін.

Так, наприклад, в Україні, 48% основного капіталу знаходиться у власності держави або територіальних громад, ще 10-11% в змішаній приватно-державній власності [198]. Держава має можливість підтримувати свої фірми за допомогою субсидій, таким чином продовжуючи їх неефективну діяльність і заважаючи входженню на ринок нових ефективніших фірм. Ринкова конкуренція піддається значним викривленням, що на макро-рівні впливає на продуктивність чинників виробництва, ухвалення інвестиційних рішень. Природно, в таких умовах дії монетарної політики характеризуватимуться більшою невизначеністю і нерівномірністю у впливі на реальний сектор, ніж в нормальних ринкових умовах.

Аналогічним чином, в контексті структурних реформ, можна розглядати і захист прав власності. Неналежний захист прав власності значним чином звужує часові рамки планування через високу частку невизначеності результатів діяльності і знижує можливості фінансової системи у виконанні її основних функцій. Адже, рішення господарюючих суб'єктів при виборі роду діяльності і часових горизонтів планування визначають, в цілому, інвестиційну діяльність, динаміку ВВП, результативність фінансової системи.

Процес монетарної трансмісії в перехідній економіці характеризується значною невизначеністю, що обумовлено дією таких чинників як низький ступінь розвитку фінансового ринку, значний рівень доларизації і відкритості економіки, нестабільність інфляційних очікувань, а також інших інституційних і структурних чинників, які знижують ефективність економічної системи в цілому.

Внаслідок того, що параметри перехідної економіки динамічно змінюються, змінюється дія каналів монетарної трансмісії, їх питома вага і значущість, що важливо враховувати при проведенні монетарної політики. Отже, необхідне постійне вивчення монетарної трансмісії і чинників, що впливають на її результативність [194, 199].



2.3. Методичні підходи до визначення та оцінки результативності грошово-кредитної політики

З огляду на теоретичні напрацювання щодо дії монетарної трансмісії в перехідних економіках за умов фіксації обмінного курсу, є можливість окреслити наступну спрощену схему дії трансмісійного механізму монетарної політики в економіці України (рис. 2.15).

В умовах підтримання фіксованого валютного курсу основним інструментом впливу на економіку з боку центрального банку було проведення інтервенцій на валютному ринку. При цьому, навіть якщо номінальний курс залишається відносно стабільним щодо іншої валюти або валютного кошика (в умовах України - відносно долара США), то номінальний ефективний валютний курс, який відображає курсові коливання національної валюти відносно валют країн-торгівельних партнерів, все одно піддається коливанням.

Такі коливання роблять свій внесок у динаміку реального ефективного курсу. Приміром, після ревальвації курсу гривні у квітні 2005 року, офіційний обмінний курс гривні відносно долара США більш ніж три роки залишався стабільним. Однак, номінальний ефективний курс ревальвував з цього періоду до 3 кварталу 2006 року за рахунок поціновування долара США відносно валют країн торгівельних партнерів України. В цей період динаміка номінального ефективного обмінного курсу вносила значний вклад в ревальвацію реального курсу. Починаючи з 3 кварталу 2006 року з огляду на послаблення позицій долара США, почалася девальвація номінального ефективного курсу гривні, дія якої на реальний ефективний курс нівелювалася завдяки позитивному диференціалу інфляції.

В свою чергу, динаміка реального ефективного обмінного курсу впливає на конкурентні позиції українських експортерів та попит на імпорт, що в кінцевому підсумку впливає на сальдо поточного рахунку платіжного балансу. Згідно з оцінками ОЕСР еластичність цін по обсягах експорту та імпорту є достатньо високою (складає 0,51 та 0,77 відповідно) і, відповідно, динаміка

реальних валютних курсів значною мірою обумовлює стан поточного рахунку платіжного балансу [198].

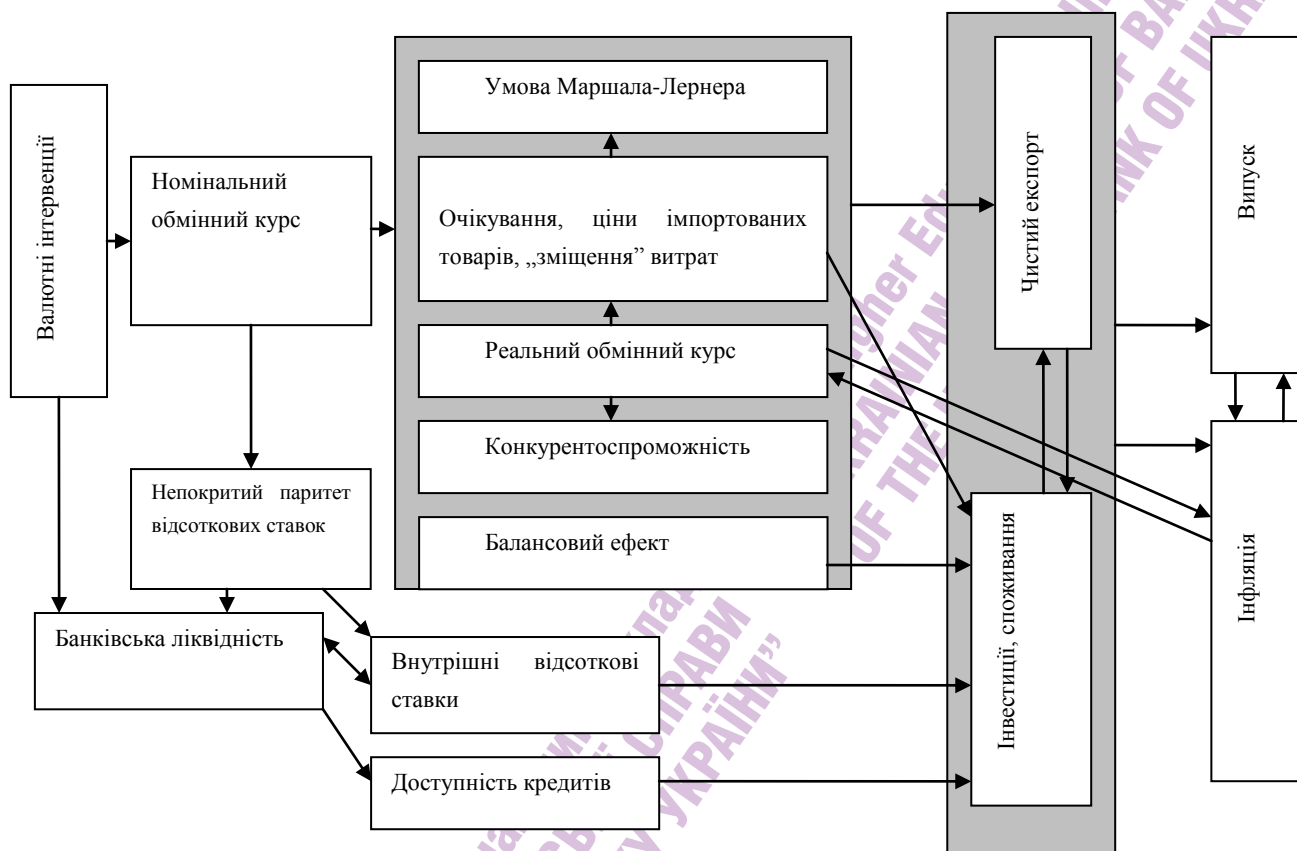


Рис.2.15. Схема трансмісійного механізму монетарної політики в економіці України

Динаміка валютного курсу має значний вплив безпосередньо на рівень споживання та інвестицій через дію балансового ефекту особливо в умовах значної доларизації як активів, так і зобов'язань. При цьому, у відкритій економіці за умов відсутності балансового ефекту, девальвація курсу національної валюти є експансіоністським кроком за дії умови Маршала-Лернера. Але за наявності балансового ефекту, девальвація може бути і рестрикційною, оскільки вартість боргів, номінованих в іноземній валюті, зростає в національній валюті, погіршуючи фінансовий стан фірм та домогосподарств. Це призводить до нижчого рівня споживання та інвестицій. В Україні, за зростання рівня заборгованості приватного сектора, дія балансового ефекту проявляється все більше.

Рівень фіксації валютного курсу та, відповідно, обсяги інтервенцій

центрального банку впливають на рівень банківської ліквідності. Зміна динаміки ліквідності через внутрішні відсоткові ставки та доступність банківських кредитів для позичальників безпосередньо впливає на рівень інвестицій та споживання, та в підсумку на інфляційну динаміку. Дія цього механізму є достатньо суттєвою в Україні, оскільки зростання пропозиції грошей відбувається переважно через валютний ринок.

Всі зазначені зміни у сукупному попиті впливають на цінову динаміку і навпаки. Крім того, курсова динаміка має достатньо значний та швидкий вплив безпосередньо на цінові процеси через відносну зміну цін імпорту, що також впливає на сукупний попит.

Звичайно, що така схема не включає всі можливі аспекти, а також зворотні зв'язки між зазначеними змінними. Проте наочно ілюструє, що за умов фіксованого курсу, вплив Національного банку на сукупний попит є значно обмеженим, оскільки банківська ліквідність та відсоткові ставки визначаються переважно зовнішньоекономічними умовами.

Недосконалість даної моделі трансмісійного механізму проявляється в наступному.

Недостатня задіяність каналу відсоткових ставок, що проявляється в низькому ступені впливу монетарної влади на відсоткові ставки банків реальному сектору економіки, а також незначним впливом з боку відсоткових ставок на рішення щодо споживання, заощаджень та інвестицій. Це є наслідком як неможливості проведення ефективної процентної політики при дотриманні центральним банком зобов'язань щодо підтримки стабільного курсу, так і високим рівнем ризикової премії в структурі відсоткової ставки з огляду на причини, що були проаналізовані вище в розділі другому цієї роботи. Низька значимість каналу відсоткових ставок значно обмежує передбачуваність дії монетарної політики у впливу на реальний сектор економіки та позбавляє її гнучкості.

Майже незадіяними виявляються канали монетарної трансмісії, дія яких спирається на роботу фондового ринку, що значною мірою послаблює

результативність монетарної політики в регулюванні сукупного попиту. За низької ліквідності фондового ринку, зміна монетарних умов може не мати впливу на динаміку цін цінних паперів, оскільки операції з купівлі-продажу пов'язані зі значними затратами. З огляду на низьку частку цінних паперів в портфелях домогосподарств рішення щодо споживання мало корелюють зі станом фондового ринку. Ускладнений доступ підприємств до ресурсів фондового ринку не дає їм можливості скористатися перевагами фінансування інвестиційних витрат через фондовий ринок.

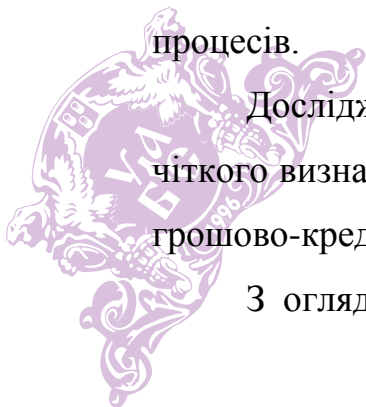
Управління валютним курсом дозволяє здійснювати суттєвий вплив на динаміку сукупного попиту. Проте за наявності нехеджованих відкритих валютних позицій в економіці, зміна номінального обмінного курсу має малопередбачуваний і асиметричний ефект, з огляду на різноспрямованість впливу на чистий експорт та дію балансового ефекту. Це вносить в процес монетарної трансмісії значну невизначеність. Крім того, монетарні умови визначаються переважно зовнішньоекономічними чинниками.

Цінові очікування досить суттєво та швидко проявляють себе як відносно інвестиційних, так і споживчих рішень. Однак, за застосування монетарного режиму, що базується на забезпеченні цінової стабільності, центральний банк має змогу прямо впливати через канал валютних очікувань на сукупний попит. За умови орієнтації на підтримку курсової стабільності монетарна влада не може повною мірою скористатися цим каналом через низький ступінь впевненості у ефективності дій регулятора.

Отже, дія монетарного трансмісійного механізму в економіці України характеризується значною невизначеністю і не дозволяє повною мірою використовувати монетарні важелі при регулюванні макроекономічних процесів.

Дослідження результативності грошово-кредитної політики вимагає чіткого визначення відповідних індикаторів, що характеризують процес впливу грошово-кредитної політики на економіку, тобто монетарну трансмісію.

З огляду на сформоване в даній роботі визначення грошово-кредитної



політики та її результативності, а також виходячи з особливостей монетарної трансмісії в економіці України, визначено наступні групи індикаторів або показників, що характеризують процес впливу грошово-кредитної політики на економіку (в залежності від стадії монетарної трансмісії):

1) показники, що характеризують напрям монетарної політики, тобто певні індикатори, що виражають параметри грошової пропозиції та певним чином, очікування ринку.

2) проміжні фінансові показники, через які монетарна політика здійснює вплив на реальний сектор економіки. Ці проміжні показники відповідають за певні канали передавального механізму монетарної політики;

3) кінцеві макроекономічні показники, на які і направлене грошово-кредитне регулювання (рис. 2.16).

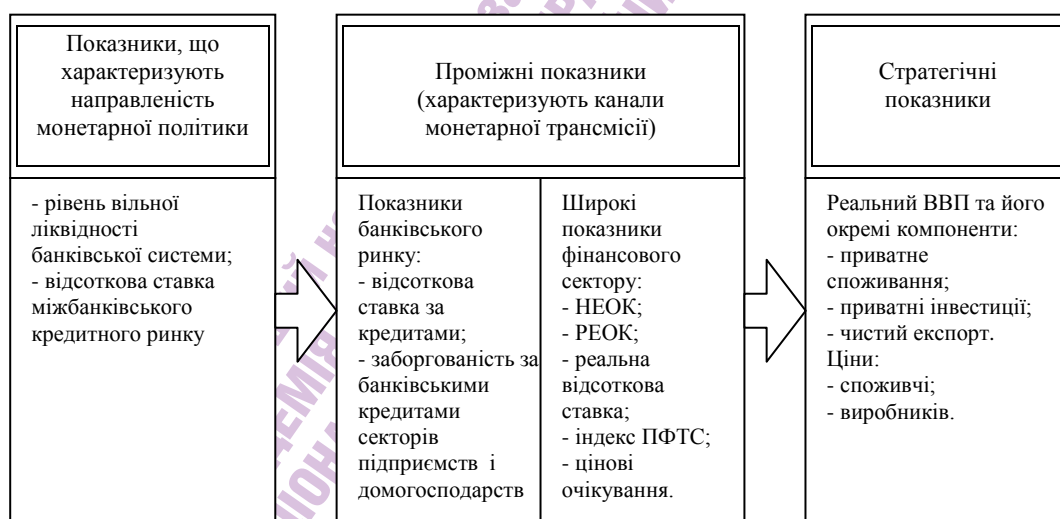


Рис.2.16. Показники, що характеризують вплив грошово-кредитної політики на економіку

Фахівці Резервного банку Нової Зеландії А.Фанг, Е.Хансен зазначають, що „монетарний трансмісійний механізм – це процес через який кількість та ціна резервів банківської системи взаємодіє з широким спектром фінансових та реальних змінних в економіці з метою впливу на рівень сукупного попиту, та в кінцевому підсумку, на рівень цін” [200].

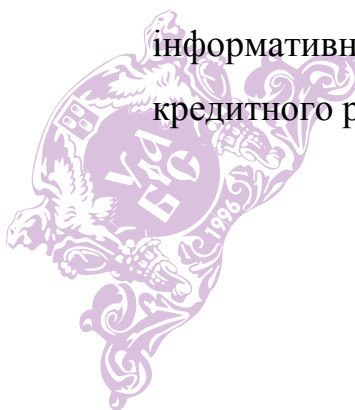
В даній роботі, в якості відправного пункту механізму монетарної трансмісії, тобто показників, які характеризують напрям монетарної політики

також обрано показники кількості та вартості вільних резервів банківської системи.

Для цілей даного дослідження обрано наступні показники, які в сучасних умовах функціонування грошово-кредитного ринку України найбільш інформативно характеризують стан грошово-кредитної політики, оскільки контролюються центральним банком та відображають саме пропозицію грошей. По-перше, як і у підході Л.Крістіано та М.Ейхенбаума [154], використано кількісний показник банківських резервів. Однак, з огляду на досить мінливу динаміку даної величини впродовж періоду спостереження, більш доцільним є використання відносного показника, а не його абсолютних рівнів. Запропонований показник монетарної ліквідності розраховується як відношення обсягу сформованих банками обов'язкових резервів до обсягу коррахунків банків в Національному банку. При цьому, оскільки спостерігається значна волатильність банківської ліквідності впродовж місяця, особливо в періоди перерахування платежів до бюджету або переведення коштів у готівку під час здійснення соціальних виплат, показник обраховано як середньомісячну величину.

Отриманий показник банківської ліквідності є достатньо інформативним, оскільки він добре корелює з іншими показниками, що характеризують стан грошово-кредитного ринку, а саме з короткостроковими відсотковими ставками та обсягами перерозподілу ресурсів на міжбанківському кредитному ринку (рис. 2.17, 2.18).

Разом з показником банківської ліквідності, для характеристики стану грошово-кредитної політики обрано середньозважену ставку за міжбанківськими кредитами. На відміну від облікової ставки, ця ставка досить інформативно характеризує стан короткострокового сегменту грошово-кредитного ринку, а отже і відображає поточний стан монетарних умов.



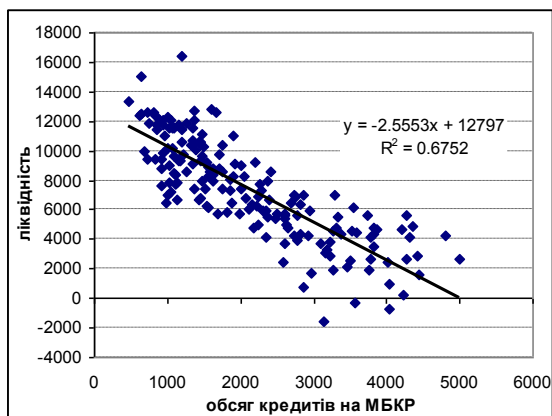


Рис.2.17. Взаємозв'язок між обсягами наданих на МБКР кредитів та монетарною ліквідністю

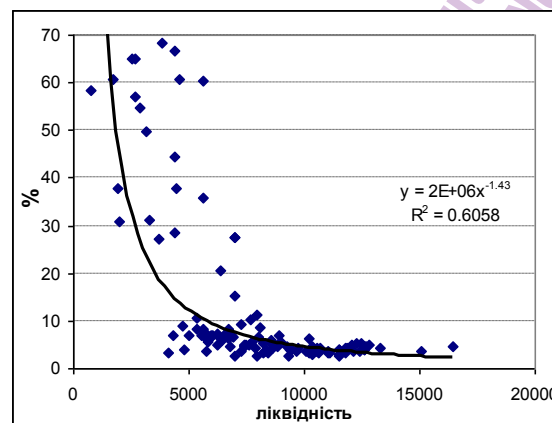


Рис.2.18. Взаємозв'язок між процентними ставками за кредитами, що надані на МБКР, та монетарною ліквідністю

Зауважимо, що якщо рівень ліквідності відображає пропозицію грошових ресурсів, то відсоткова ставка в своїй динаміці відображає не тільки пропозицію грошей, і певною мірою і динаміку попиту внаслідок формування на ринку певних очікувань. Отже, дослідження обох цих змінних дозволяє продемонструвати напрям грошово-кредитної політики, якого має намір притримуватись монетарна влада.

З цією метою окремо розглядатиметься як вплив ліквідності, так і міжбанківської відсоткової ставки, а також їх взаємозв'язки.

Вибір проміжних показників, що характеризують канали монетарної трансмісії. Дослідження з аналізу впливу монетарної політики на економічні процеси достатньо широко варіюються за кількістю та характером аналізованих змінних. Досліджується як реакція обмеженої кількості змінних (обмінного курсу, грошової маси або окремої відсоткової ставки) на реальне зростання та інфляцію (наприклад, див. дослідження Б.Хорвата та Р.Майно [201]), так вплив монетарної політики на широкий спектр економічних змінних (в роботі Б.Бернанке та ін. досліджується взаємодія 120 показників, що характеризують різні аспекти економічної динаміки [202]). Вибір показників зумовлюється цілями, поставленими в роботі та обраною методикою дослідження.

Включення великої кількості показників до моделі обмежене з огляду на

втрату ступенів свободи. Тому будуть відібрані показники, що найбільшою мірою характеризують роботу каналів монетарної трансмісії.

В даній роботі для аналізу каналів впливу монетарної політики буде застосовано підхід, подібний до того, що застосувався С.Дробишевським та В.Козловською [147, 148]. В їх роботах розглядався вплив безпосередньо різноманітних грошових агрегатів на промислове виробництво та ціни, а також вплив окремих показників, що за думкою авторів характеризують різні канали монетарної трансмісії. Даний підхід звужує можливості аналізу, оскільки дія трансмісійного механізму оцінюється фрагментарно.

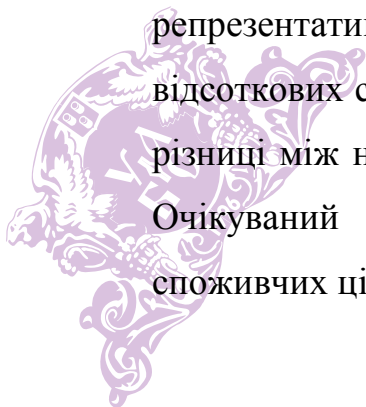
Отже, буде розглянутий вплив на такі показники банківського ринку як відсоткова ставка за кредитами та залишки за кредитними зобов'язаннями підприємствам та домогосподарствам.

Оцінки зв'язків між цими показниками дозволить виявити роботу каналів відсоткових ставок та банківського кредитування на цьому етапі роботи монетарного трансмісійного механізму. Обрана методологія дозволить також виявити ознаки раціонування банківського кредиту.

На наступному етапі буде досліджено вплив більш широкого кола фінансових показників, що певним чином характеризуватимуть канали монетарної трансмісії на реальний сектор економіки. Буде стисло проаналізовано вплив монетарної політики через грошово-кредитний, валютний та фондовий ринки.

Отже, дослідження базуватиметься на наступних показниках:

– реальна відсоткова ставка за кредитами в національній валюті характеризуватиме дію процентного каналу. З огляду на неможливість включення в дослідження всього спектру відсоткових ставок обрано найбільш репрезентативний показник, що в достатній мірі відображає динаміку інших відсоткових ставок. Методика обчислення реальної ставки полягає у обрахунку різниці між номінальною відсотковою ставкою та очікуваним рівнем інфляції. Очікуваний рівень інфляції визначається виходячи з приросту індексу споживчих цін за попередній рік. З огляду на зафіксовану дефляцію в 2002 році,



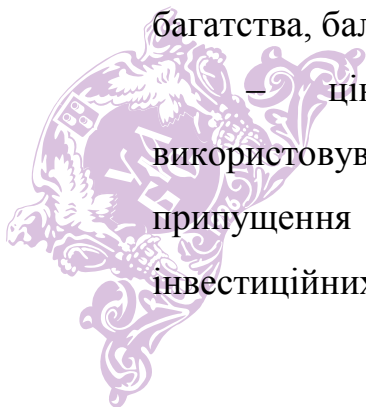
обрахунки за даною методикою мали б вказати на суттєве підвищення реальної відсоткової ставки. Беручи до уваги низьку ймовірність досягнення дефляції в 2003 році, висувається припущення щодо очікувань інфляції на цей рік на рівні 2001 року.

– залишки зобов'язань за банківськими кредитами характеризуватимуть роботу кредитного каналу. Для дослідження впливу на реальний ВВП, чистий експорт та інфляцію взято загальний обсяг зобов'язань за банківськими кредитами. Для дослідження впливу кредитування на такі компоненти сукупного попиту як приватне споживання та інвестиції взято, відповідно, обсяг зобов'язань за банківськими кредитами домогосподарств та підприємств.

– номінальний ефективний обмінний курс (НЕОК) та реальний ефективний обмінний курс (РЕОК) характеризуватимуть дію каналу валютного курсу. Не використовувався офіційний обмінний курс або ринковий обмінний курс відносно окремої валюти, оскільки вони не враховують коливань гривні відносно інших валют. Для оцінки впливу валютного курсу обрано саме зважений або ефективний варіант обрахунку курсу за кошиком валют країн – торговельних партнерів. Ці показники дозволять враховувати коливання гривні відносно інших валют, навіть за підтримки стабільного курсу відносно долара США. Дія впливу курсового чинника на реальний ВВП, приватне споживання, приватні інвестиції та ціни досліджується з використанням НЕОК. Вплив курсового чинника на чистий експорт досліджується за допомогою РЕОК, який враховує різницю в рівнях інфляції в Україні та країнах-торговельних партнерах.

– індекс ПФТС використовуватиметься в якості характеристики дії монетарної політики через канали фондового ринку (канал q-Тобіна, ефект багатства, балансовий канал, ліквідності домогосподарств).

– цінові індекси (споживчих цін та цін виробників) використовуватимуться для характеристики очікувань. Висувається припущення щодо врахування економічними агентами під час прийняття інвестиційних або споживчих рішень минулих рівнів інфляції. З огляду на



складність прогнозування майбутнього рівня інфляції для суб'єктів ринку в Україні, висувається припущення, що до уваги вони беруть саме минулі рівні інфляції. Зауважимо, що ці ж показники використовуються і в якості кінцевих, що є можливим в рамках використання методу векторних авторегресій.

При обранні макроекономічних показників, які відображають кінцеві ланки монетарного трансмісійного механізму та на які в кінцевому підсумку і здійснює вплив грошово-кредитне регулювання, необхідно сконцентрувати увагу саме на найбільш репрезентативних індикаторах, які б в повній мірі передавали поняття економічної активності, сукупного попиту та пропозиції, інфляції, та динаміка яких має братися до уваги під час прийняття рішень монетарною владою.

У дослідженнях монетарної трансмісії в якості макроекономічних таких показників найчастіше використовується реальний ВВП або індекс промислового виробництва в якості показника економічної активності та індекси споживчих цін.

Звичайно, що таке обмежене коло показників не може повною мірою відобразити поняття реального зростання або економічної активності, а також інфляційних процесів. Доцільно було простежити також реакцію на заходи політики таких показників як загальна продуктивність факторів виробництва, реальні зарплати, прибутки, зайнятість та ін.

Однак, по-перше, як вже зазначалося, за обраного методу дослідження, включення кожної додаткової змінної зменшує кількість ступенів свободи. По-друге, для проведення дослідження необхідні достатньо довгі часові ряди, які не завжди наявні для макропоказників. По-третє, на відміну від розвинених країн, перелік макроекономічних показників, розрахунок яких ведеться Держкомстатом, є досить обмежений. Крім того, деякі показники не повною мірою відображають реальну ситуацію (наприклад, показник безробіття) [203].

В даній роботі не будуть використовуватись різноманітні макропоказники обраховані у відхиленнях від рівноважного рівня, т.з. розривах [204]. Це зумовлено складністю і багатьма спірними питаннями щодо їх розрахунку.

В якості змінних, які відображають кінцеві ланки монетарного трансмісійного механізму, обрано наступні показники, для яких існують достатньо довгі часові ряди та які є найбільш важливими при прийнятті монетарних рішень:

реальний ВВП – використано в якості показника реального зростання та оцінки загального рівня економічної активності;

кінцеві споживчі витрати домогосподарств – в якості показника споживчого попиту;

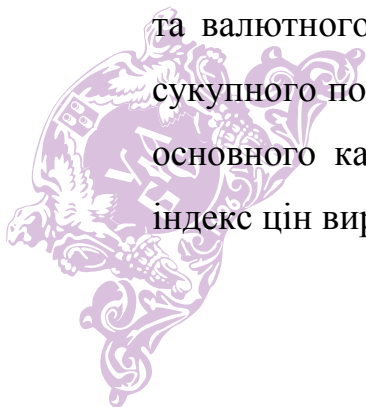
нагромадження основного капіталу – в якості показника інвестиційного попиту;

чистий експорт – в якості показника стану зовнішньої збалансованості економіки;

індекс споживчих цін та індекс цін виробників – в якості показників інфляції, а, отже, і стану внутрішньої збалансованості економіки.

В даній дисертаційній роботі розроблено підхід для комплексного дослідження проблематики дієвості монетарної політики у впливі на макроекономічні показники за допомогою інструментарію підходу векторних авторегресій. Обраний метод дослідження дозволяє одержати інформацію про лаги, силу та відносини, пов'язані з певними каналами трансмісії.

Для дослідження особливостей монетарної трансмісії в Україні скористаємося широко вживаним підходом представлення його у вигляді кількох етапів [205]: 1 етап – вплив показників, на які Національний банк України має безпосередній вплив (ліквідність банківської системи, короткострокові ставки міжбанківського кредитного ринку), на більш широкі показники грошово-кредитного ринку; 2 етап – вплив показників фінансового та валютного ринків на реальний випуск в цілому, та на окремі компоненти сукупного попиту – кінцеві витрати домогосподарств та валове нагромадження основного капіталу, а також на цінову динаміку – індекс споживчих цін та індекс цін виробників (рис. 2.19).



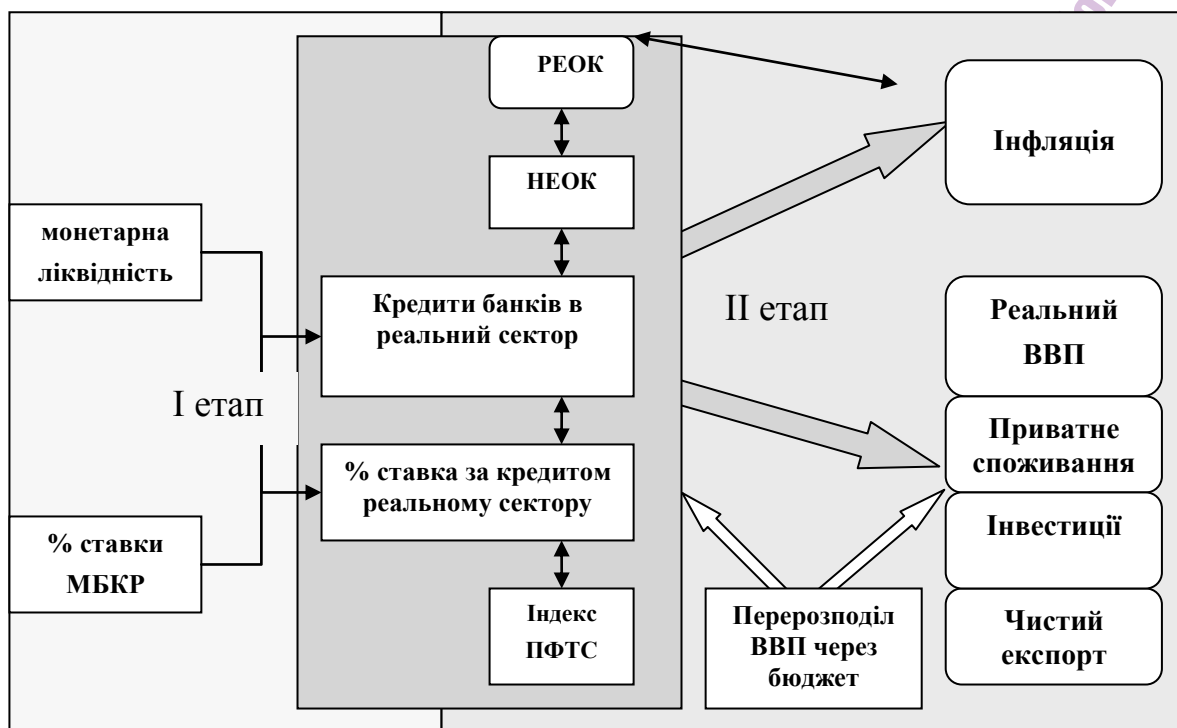


Рис.2.19. Структурно-логічна схема моделі монетарної трансмісії

Важливою особливістю аналізу грошової політики на основі підходу векторних авторегресій є серйозна статистична обробка рядів до кінцевої оцінки. Зокрема, крім стандартних процедур перевірки на стаціонарність і коінтеграцію, для виявлення короткострокових залежностей між грошима і реальним випуском необхідно провести очищення рядів від сезонних (при роботі з місячними і квартальними даними) і циклічних складових.

Дослідження 1 етапу (впливу показників, що контролюються монетарною владою, на змінні банківського сектору) здійснюється на основі помісячних даних, оскільки для цього етапу трансмісії характерні короткострокові реакції між змінними.

Дослідження 2 етапу (вплив показників фінансового сектору на макроекономічні процеси) здійснюється на основі квартальних даних, оскільки для цього етапу трансмісії реакція між змінними більш тривала у часі. Крім того, для більшості обраних показників, розрахунок проводить один раз на квартал.

Вважаємо за доцільне висловити кілька зауважень щодо правомірності

використання методу векторних авторегресій для аналізу грошово-кредитної політики:

1. Векторна авторегресійна модель описує, в кращому випадку, ендогенні взаємодії в рамках обраного набору змінних. Однак зміни (як у грошовому, так і в реальному секторах економіки) можуть відбуватися і під впливом третіх (загальних для них) чинників, що підвищує вірогідність отримання “помилкових” імпульсних функцій відгуків;

2. Отримані імпульсні відгуки змінних на шоки економічної політики часом не відповідають або навіть суперечать певним теоретичним положенням;

3. Залишки регресійних рівнянь у моделі векторної авторегресії, які використовуються для конструювання функцій імпульсних відгуків та інтерпретуються як шоки економічної політики, мають мало спільного з фактичними шоками; крім того, вони значною мірою залежні від вибору конкретного різновиду моделі [206].

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

Для зазначених цілей було побудовано ряд VAR-моделей наступного вигляду:

$$Y_t = A(L')Y_{t-i} + BZ_t + E_t \quad (2.1)$$

де Y_t – вектор ендогенних змінних, що розглядаються;

E_t – вектор випадкових помилок;

L_i – оператор лагу.

Z_t – вектор екзогенних змінних.

Конкретний набір змінних варіюється в залежності від стадії трансмісійного механізму, яка розглядалась, та результуючого показника, вплив на який було досліджено.

Крім того, доцільно проаналізувати декомпозицію дисперсій. Якщо функції імпульсних відгуків виявляють ефекти від шоків однієї з досліджуваних змінних на інші змінні у векторній авторегресії, декомпозиція

дисперсій надає інформацію щодо відносної значущості кожної випадкової інновації у впливі на інші змінні у VAR.

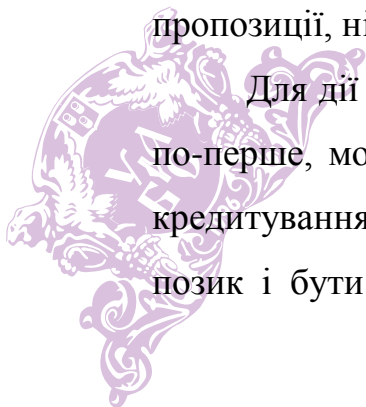
Зазвичай, в аналізі VAR наводяться результати перевірки критеріїв причинності за Грейнджером, які показують, чи допомагають лагові значення однієї змінної передбачити іншу змінну. Тому дане дослідження дослідження буде доповнено тестуванням по Грейнджеру на наявність причинно-наслідкового зв'язку між досліджуваними змінними [207].

При аналізі впливу монетарних показників на змінні фінансового сектору, розглядається вплив змінних, які безпосередньо можуть контролюватися Національним банком України (банківської ліквідності, ставок на міжбанківському кредитному ринку) на показники грошово-кредитного ринку, (ставки за кредитами в реальний сектор економіки, обсяги кредитування реального сектору економіки), які в свою чергу, мають вплив на реальний сектор.

Дослідженню підлягає взаємозв'язок між ліквідністю банківської системи, ставок міжбанківського кредитного ринку (показники, на які НБУ має безпосередній вплив) на такі параметри грошово-кредитного ринку: залишки за кредитними зобов'язаннями населення та юридичних осіб перед банками, відповідні відсоткові ставки за кредитами банків населенню та юридичним особам. Висувається припущення щодо наявності явища раціонування кредиту, що слугує підтвердженням існування каналу банківського кредитування.

Особливість кредитного каналу полягає в тому, що він діє найсильніше за умов перевищення попиту над пропозицією кредитних ресурсів. Проте його дія, як вважається, стримує ефективність проведення процентної політики, оскільки за його існування більше значення мають кількісні параметри грошової пропозиції, ніж якісні (відсоткова ставка) [208, 209].

Для дії каналу банківського кредитування необхідними є дві передумови: по-перше, монетарна політика має впливати на можливості банків проводити кредитування, а по-друге, позичальники мають бути залежними від банківських позик і бути обмеженими, або, взагалі, не мати доступу до альтернативних



джерел зовнішнього фінансування [210].

Більшість дослідників погоджуються, що пожорсткішання монетарної політики призводить до зменшення ліквідних активів банків, а отже і можливості щодо проведення кредитування. Звичайно, що банки можуть залучити додаткові ресурси через випуск цінних паперів, залучення на зовнішніх ринках тощо. Проте через інформаційну асиметрію вони не зможуть зробити це в необхідному обсязі та за тією ціною, щоб не зменшити обсяги кредитування. Дія монетарної політики через канал банківського кредитування може бути обмеженою через наявність в банківському секторі значної частки банків з іноземним капіталом, які мають доступ до іноземних фінансових ресурсів.

Вважається, що дія банківського кредитування на макроекономічну ситуацію відбувається саме через вплив на можливості щодо отримання кредиту невеликими позичальниками та домогосподарствами. Великі ж позичальники у разі скорочення пропозиції банківського кредитування мають доступ до інших джерел зовнішнього фінансування таких як випуск власних боргових цінних паперів.

Можна зробити припущення, що кредитний канал проявляє себе певною мірою в економіці України, і його роль зростає разом із розвитком банківського сектора.

Роль банківського кредитуванні у економічній діяльності протягом останніх років динамічно зростає. Відношення вимог за кредитами, наданими комерційними банками, до ВВП збільшилося з 6,7% в 1996 році до 77,3% в 2008 році (рис.2.20).

Фактором, що обмежував дієвість кредитного каналу було високе значення взаємної заборгованості між українськими підприємствами. Для підприємства, що не має доступу до банківського кредитування та ресурсів фондового ринку, одним з альтернативних джерел фінансування діяльності слугує зростання кредиторської заборгованості між господарюючими суб'єктами. Але із розвитком ринкових відносин, роль такого варіанту

фінансування значно знизилася. Так, відношення кредиторської заборгованості за товари, роботи і послуги до ВВП знизилося з 80% у 2000 році до близько 42% у 2007 році, що певною мірою могло посилити дію кредитного каналу.

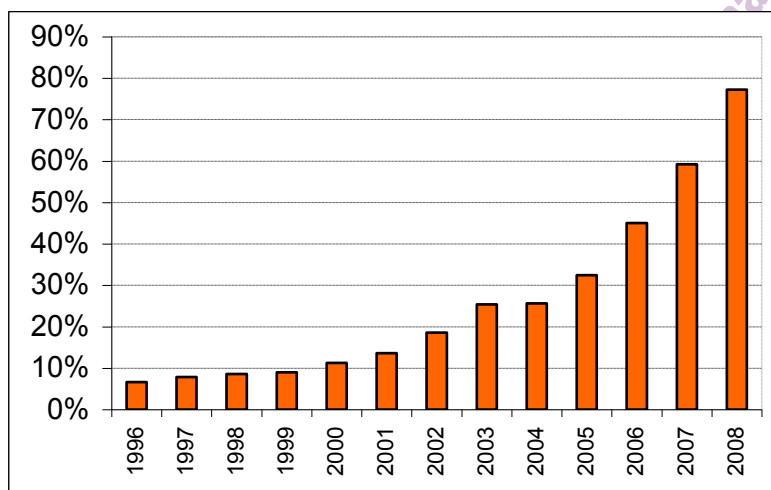


Рис.2.20 Динаміка відношення вимог банків за кредитами в реальний сектор до ВВП протягом 1996-2008 рр.
Джерело: Держкомстат, НБУ

Крім того, через нерозвиненість фондового ринку, банківський кредит залишається найголовнішим джерелом зовнішнього фінансування як для великих, так для дрібних позичальників.

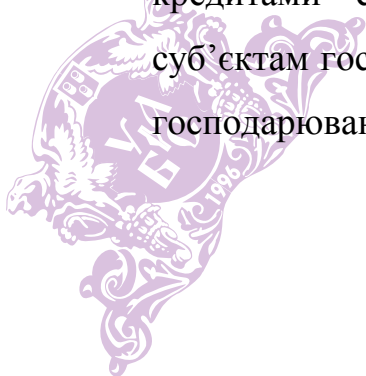
Звичайно, дія кредитного каналу в українській економіці має певну специфіку. Українському фінансовому ринку притаманна значна асиметрія інформації, тому банки схильні кредитувати афільовані структури та надійні великі підприємства. Доступ невеликих позичальників та фізичних осіб до кредитування обмежується через складність оцінки реального фінансового стану позичальника та малу ефективність заставних механізмів. Крім того, в умовах підвищеного попиту на кредитні ресурси, для більшості позичальників, відсоткова ставка, за якою надається кредит не має вирішального значення при отриманні кредиту, велике значення має сама можливість отримання кредиту. Отже, у разі зміни напрямку монетарної політики певною мірою проявляє себе селекція позичальників з боку банків та послаблення/посилення раціонування кредиту, яке здійснюється банками переважно для невеликих позичальників, що створює передумови для дії кредитного каналу.

З іншого боку, обмежувати дію кредитного каналу може значна частка кредитів в іноземній валюті у портфелях вітчизняних банків. Останнім часом, в українському банківському секторі збільшується доля банків з іноземним капіталом, що мають можливість залучати дешеві ресурси материнських банків у іноземній валюті, що послаблює вплив внутрішніх монетарних умов на обсяги кредитування.

На підтвердження висунутої вище гіпотези щодо присутності раціонування кредиту, а отже і кредитного каналу в економіці України, за допомогою економіко-математичних методів досліджено взаємозв'язок між монетарними умовами та обсягами і відсотковими ставками за банківськими кредитами суб'єктам господарювання та фізичним особам. Дослідження проводились на основі щомісячних даних на періоді з січня 2000 року по січень 2009 року.

В якості змінних, що відповідають за монетарні умови обрано: відношення сформованих обов'язкових резервів до обсягу кореспондентських рахунків банків в Національному банку України та середньозважену відсоткову ставку на міжбанківському кредитному ринку України. В якості залежних змінних обрано вимоги банків за кредитами в національній валюті, наданими суб'єктам господарювання, вимоги банків за кредитами в національній валюті, наданими фізичним особам, а також середньозважені відсоткові ставки за кредитами в національній валюті суб'єктам господарювання та фізичним особам.

Виявлено наявність причинно-наслідкового зв'язку між обраними змінними (рис. 2.21). Монетарні умови мають вплив на відсоткову ставку за кредитами суб'єктам господарювання, проте не мають впливу на залишки за кредитами суб'єктам господарювання. Відсоткова ставка за кредитами суб'єктам господарювання має вплив на вимоги банків за кредитами суб'єктам господарювання, проте відсутній зв'язок у протилежному напрямі.



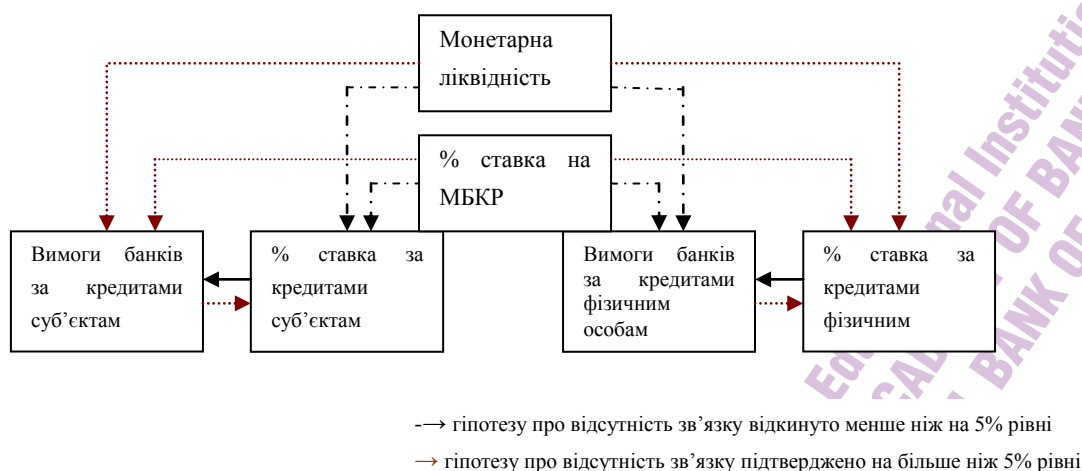


Рис.2.21 Взаємозв'язок між показниками, що ілюструють дію кредитного каналу

Протилежна тенденція складається з кредитуванням фізичних осіб. Монетарні умови мають вплив на вимоги за кредитами фізичним особам, проте не мають впливу на відсоткову ставку. Як і в ситуації з кредитуванням суб'єктів господарювання, простежується причинно-наслідковий зв'язок між відсотковими ставками та вимогами за кредитами фізичним особам, проте не доведено зворотного зв'язку. Ставка на міжбанківському кредитному ринку (МБКР) впливає на досліджувані змінні так само, як і обраний показник ліквідності. Проте присутній взаємозв'язок як від ставки МБКР до ставок в економіку так і зворотній зв'язок. Тобто скоріш за все монетарні умови впливають на як на ставки МБКР, так і на ставки в реальний сектор одночасно.

Простеживши наявність взаємозв'язків між досліджуваними змінними, проведемо аналіз впливу монетарної ліквідності на обсяги та відсоткові ставки банків за кредитами суб'єктам господарювання та фізичним особам за допомогою інструментарію підходу векторних авторегресій. В моделі було обрано кількість лагів рівною 3.

Вектор ендогенних змінних для моделі, що характеризує умови кредитування для суб'єктів господарювання, можна представити в наступному вигляді:

$$Y_t^{le} = [c_le_t \ r_le_t \ r \ \text{inter}_t \ \text{lik}_t] \quad (2.2)$$

де c_le_t – вимоги банків за кредитами в національній валюті, наданими

суб'єктам господарювання, r_{le_t} – середньозважена відсоткова ставка за кредитами в національній валюті суб'єктам господарювання, r_{inter_t} – середньозважена відсоткова ставка на міжбанківському кредитному ринку, lik_t – відносний показник монетарної ліквідності.

Вектор ендогенних змінних для моделі, що характеризує умови кредитування для фізичних осіб, подібний до аналогічного вектору для суб'єктів господарювання:

$$Y_t^{hh} = [c_{hh_t} \quad r_{hh_t} \quad r_{inter_t} \quad lik_t] \quad (2.3)$$

де c_{hh_t} – вимоги банків за кредитами в національній валюті, наданими фізичним особам, r_{hh_t} – середньозважена відсоткова ставка за кредитами в національній валюті фізичним особам.

До моделі векторної авторегресії в якості ендогенних включені зазначені вище змінні. В якості екзогенних змінних обрано обсяг ВВП (y), індекс споживчих цін (i), реальний ефективний обмінний курс (rer), та фіктивну логічну змінну (d), що відповідає за період кризових явищ:

$$Z_t = [y_t \quad i_t \quad rer_t \quad d_t] \quad (2.4)$$

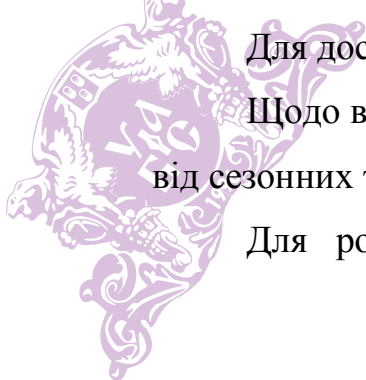
Побудова моделей для аналізу впливу змінних фінансового сектору на макроекономічні показники.

Розглядається вплив показників грошово-кредитної сфери на реальний ВВП в цілому та його окремі компоненти сукупного попиту такі як: приватне споживання, інвестиції в основний капітал та сальдо поточного рахунку платіжного балансу, а також на динаміку цін.

Для дослідження обрано квартальні дані з 2000 по IV квартал 2008 року.

Щодо всіх даних застосовані стандартні процедури очистки часових рядів від сезонних та календарних ефектів.

Для розгляду впливу показників грошово-кредитного та валютного



ринків на реальне економічне зростання, використано векторну авторегресію з наступними змінними:

- темп приросту реального ВВП (y_t),
- приріст індексу споживчих цін (i_t),
- приріст індексу ПФТС (s_t),
- темп приросту залишків за кредитними зобов'язаннями юридичних та фізичних осіб перед банками (l_t),
- реальна ставка за кредитами в національній валюті, що розрахована як різниця між середньозваженою ставкою за кредитами в економіку та очікуваним темпом інфляції (rr_t),
- реальний ефективний обмінний курс (rer_t).

Враховуючи це, вектор ендогенних змінних матиме наступний вигляд:

$$Y_t^y = [y_t \quad i_t \quad s_t \quad l_t \quad rr_t \quad rer_t] \quad (2.5)$$

Вектор екзогенних змінних представлений змінною, що відповідає за стан фіскальної політики – відношенням видатків зведеного бюджету до ВВП.

Між інфляцією та випуском наявний статистично значущий причинно-наслідковий зв'язок з лагом 7-8 кварталів, між збільшенням залишків за кредитами в економіку та ВВП з лагом в 1 квартал, що цілком вкладається в уявлення про дію трансмісійного механізму.

Втім, на достовірному рівні не можна відкинути гіпотезу про відсутність зв'язку в напрямі від індексу ПФТС до ВВП, номінального ефективного обмінного курсу та реальної відсоткової ставки до ВВП. Проте тест показав наявність зв'язку в зворотньому напрямі. Такі результати можна пояснити тим, що хоча вплив згаданих змінних на випуск не підтверджується, проте динаміка ВВП має вплив на динаміку індексу ПФТС з лагом 4 і 8 кварталів (що є цілком логічним, адже зі зростанням ВВП зростають і фондові індекси), а також на реальну відсоткову ставку з лагом 5-6 кварталів (що можна пояснити зміною рівня премії за ризик у структурі відсоткової ставки при зміні у темпах

зростання ВВП) (див. Додаток А.1.1).

За допомогою тесту на наявність одиничного кореня (тест Дікі-Фуллера) визначено порядок інтеграції часових рядів. Зазначені змінні мають різний порядок інтеграції (від 0 до 1), відповідно, ряди з порядком інтеграції 1 взято у різницях.

Тести на оптимальну кількість лагів (Акаїка, Шварца, Ханана-Куїна), вказують, що найкращі характеристики мають моделі з найбільшою кількістю лагів. Це говорить про обмеженість періоду спостережень. Тому як альтернативу між вірогідністю моделі і кількістю ступень свободи оберемо кількість лагів, що дорівнює 2.

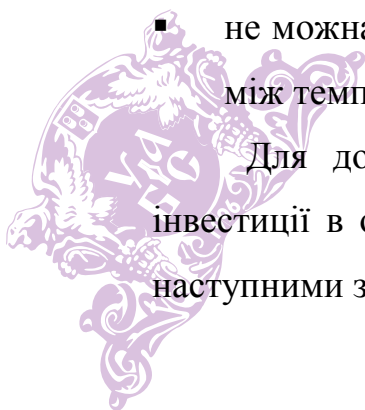
Для дослідження впливу показників грошово-кредитного ринку на зростання цін за допомогою векторної авторегресії пропонується модель з тим же набором змінних, що і в моделі для аналізу впливу на реальний випуск. Втім, застосований інший порядок змінних: інфляція виступає в якості результуючого показника. Крім того використовується номінальний ефективний обмінний курс (er_t), замість реального.

$$Y_t^i = [i_t \quad y_t \quad s_t \quad le_t \quad rr_t \quad er_t] \quad (2.6)$$

Між досліджуваними пояснювальними змінними та інфляцією простежуються наступні причинно-наслідкові зв'язки (див. Додаток А.1.2):

- між індексом ПФТС та інфляцією (з лагом 1-3 кварталі);
- між реальною відсотковою ставкою та інфляцією (лаг 1 квартал);
- між номінальним ефективним обмінним курсом та інфляцією (з лагом 2-4 кварталі);
- не можна на достовірному рівні відкинути гіпотезу про відсутність зв'язку між темпами кредитування та інфляцією.

Для дослідження впливу показників грошово-кредитного сектору на інвестиції в основний капітал необхідно побудувати векторну авторегресію з наступними змінними:



- темп приросту реального нагромадження основного капіталу (inv_t),
- приріст індексу цін виробників (p_t),
- приріст індексу ПФТС (s_t),
- темп приросту залишків за кредитними зобов'язаннями юридичних осіб перед банками (c_{le_t}),
- реальна ставка за кредитами в національній валюті, що розрахована як різниця між середньозваженою ставкою за кредитами в економіку та очікуваним темпом інфляції (rr_t).

Враховуючи ці припущення, вектор ендогенних змінних матиме наступний вигляд:

$$Y_t^{inv} = [inv_t \quad p_t \quad s_t \quad l_t \quad rr_t] \quad (2.6)$$

Серед усіх згаданих змінних, підтверджено існування зв'язку лише між темпами приросту залишків за кредитними зобов'язаннями юридичних осіб та темпами нагромадження з лагом в 3 та 8 кварталів (Додаток А.1.3).

Хоча не знайдено зв'язку в напрямі темпи зростання індексу ПФТС – темпи нагромадження. Проте отримано підтвердження про існування зв'язку в зворотному випадку, що виглядає цілком логічно. Оскільки зростання темпів нагромадження має в підсумку призводити до зростання фондових індексів.

Для дослідження впливу показників грошово-кредитного сектору на кінцеві витрати домогосподарств необхідно побудувати векторну авторегресію з наступними змінними:

- темп приросту реальних споживчих витрат домогосподарств ($cons_t$),
- приріст індексу споживчих цін (i_t),
- приріст індексу ПФТС (s_t),
- темп приросту залишків за кредитними зобов'язаннями фізичних осіб перед банками (c_{hh_t}),
- реальна ставка за кредитами в національній валюті, що розрахована як різниця між середньозваженою ставкою за кредитами в економіку та

очікуваним темпом інфляції (rr_t).

Враховуючи ці припущення, вектор ендогенних змінних матиме наступний вигляд:

$$Y_t^c = [cons_t \quad i_t \quad s_t \quad l_t \quad rr_t] \quad (2.7)$$

Підтверджено існування причинно-наслідкових зв'язків між такими показниками (Додаток А.1.4):

- інфляцією та темпами приросту споживчих витрат домогосподарств з лагом в 7 кварталів;
- темпами приросту залишків за кредитними зобов'язаннями фізичних осіб та темпами приросту споживчих витрат домогосподарств з лагом в 2 квартали;
- реальною відсотковою ставкою та темпами приросту споживчих витрат домогосподарств з лагом в 2 квартали.

Для дослідження впливу показників валютного курсу та грошово-кредитного ринку на чистий експорт необхідно побудувати векторну авторегресію з наступними змінними:

- відношення обсягів реального чистого експорту до обсягу реального ВВП (exp_t);
- зміну реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) (дані МВФ); підвищення значення якого означає його ревальвацію, зниження – девальвацію. Ревальвація реального обмінного курсу в умовах фіксації обмінного курсу означає підвищення рівня внутрішніх цін більшими темпами, ніж у країнах – торговельних партнерах, – відповідно погіршення умов торгівлі для експортерів, а також стимулювання імпорту (rer_t);
- надлишковий попит. Зростання внутрішнього попиту призводить до обмеження експорту та зростання імпорту. Для цілей даного дослідження надлишковий попит вимірюється як відхилення обсягу реального ВВП від його трендового значення, отриманого завдяки фільтру Ходріка-Прескота (xd_t);
- темп приросту залишків за кредитними зобов'язаннями юридичних та

фізичних осіб перед банками (l_t),

- реальна ставка за кредитами в національній валюті, що розрахована як різниця між середньозваженою ставкою за кредитами в економіку та очікуваним темпом інфляції (rr_t).

Враховуючи ці припущення, вектор ендогенних змінних матиме наступний вигляд:

$$Y_t^e = [exp_t \quad xd_t \quad l_t \quad rr_t] \quad (2.8)$$

Виявлено причинно-наслідковий зв'язок між реальним ефективним обмінним курсом та чистим експортом з лагом в 8 кварталів. Вплив з боку інших змінних встановити на чистий експорт з боку інших змінних на достовірному рівні виявити не вдалось (Додаток А.1.%).

Фактично, запропонована системи оцінки впливу грошово-кредитної політики на економіку складається з 7 рекурсивних VAR-моделей з обмеженим набором змінних.

Емпіричне дослідження набору змінних, розробка та обрахування параметрів моделей дослідження впливу грошово-кредитної політики на економічну динаміку дає можливість безпосередньо приступити до аналізу результативності грошово-кредитної політики, а також побудови сценарного прогнозу потенціалу грошово-кредитної політики у збалансуванні економічного розвитку.

Висновки до розділу 2.

1. Періодизація цілей монетарної політики на різних етапах розвитку економіки України дозволяє зробити висновок, що використання обмінного курсу в якості номінального якоря спрягло накопиченню значних ризиків та дисбалансів. Фіксація обмінного курсу в короткостроковому періоді мала наслідком макроекономічну стабілізацію, втім в більш тривалій перспективі слугувало одним з факторів посилення трансляції зовнішньоекономічного шоку

в економіку України.

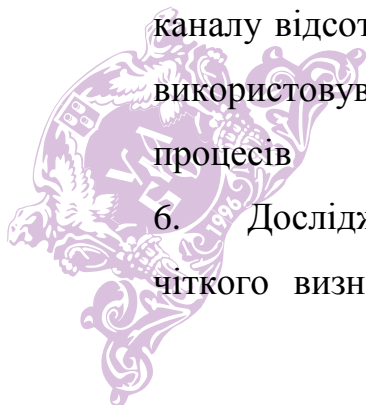
2. Задоволення попиту на гроші, що слугує одним з критеріїв результативності грошово-кредитної політики є можливим лише за підтримки низьких темпів інфляції. Оскільки швидкість обертання піддається значним коливанням, що зумовлено дією великої кількості факторів, встановлення цілей по зростанню монетарних агрегатів містить ризик неправильної оцінки попиту на гроші, що може призвести до негативних для економіки наслідків. Натомість використання відсоткової ставки в якості оперативного орієнтиру грошово-кредитної політики робить її більш гнучкою. Втім, за кризового періоду, коли відсоткова ставка не відображує справедливої ціни фінансових ресурсів через недовіру ринку, використання в якості орієнтирів кількісних показників грошової пропозиції може бути більш результативним.

3. Дієвість монетарної політики Національного банку України у впливі на макроекономічні процеси знижує наявність факторів, що привносять суттєву невизначеність в дію монетарної трансмісії. Такі фактори можна класифікувати наступним чином: низький ступінь розвитку фінансового ринку, значний рівень доларизації, відкритість економіки, нестабільність інфляційних очікувань, а також інші інституційні і структурні чинники, які знижують ефективність економічної системи в цілому.

4. Розгляд припущень щодо розвитку монетарної трансмісії в Україні, дає підстави для формування гіпотези про існування на грошово-кредитному ринку явища раціонального кредиту, що вносить суттєву невизначеність в результати впливу монетарної політики.

5. Дія монетарного трансмісійного механізму в економіці України характеризується значною невизначеністю, що виражається у низькій задіяності каналу відсоткових ставок та фондового ринку. Це не дозволяє повною мірою використовувати монетарні важелі при регулюванні макроекономічних процесів

6. Дослідження результативності грошово-кредитної політики вимагає чіткого визначення відповідних індикаторів, що характеризують процес її



впливу на економіку, тобто монетарну трансмісію. До цього часу для цілей дослідження монетарної трансмісії застосовувався набір індикаторів, що не враховував особливості економіки України. Пропонується застосування цілком нових показників для дослідження результативності монетарної політики, зокрема, показника монетарної ліквідності, що характеризує направленість монетарної політики, та більш широких показників кредитної активності.

7. Огляд існуючих методик дослідження впливу монетарної політики на реальний сектор економіки показав, що найбільш інформативним для даних цілей є інструментарій векторних авторегресій. Запропоновано ряд моделей, які дають змогу в комплексі дослідити процес монетарної трансмісії.

8. Дослідження причинно-наслідкових зв'язків між змінними, що мають бути включені до моделей монетарної трансмісії свідчить про значну роль обмінного курсу та показників кредитної активності у впливі на показники реального сектору економіки та ціни.

Основні наукові результати розділу опубліковані в працях [184, 186, 191, 196].



Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКІЙ СПРАВ"
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

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

РОЗДІЛ 3

ОЦІНКА ТА ПРОПОЗИЦІЇ ЩОДО ПІДВИЩЕННЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ

3.1. Оцінка розвитку трансмісійного механізму в економіці України

На основі розробленої в попередньому розділі роботи методики, формалізовано та оцінено ряд моделей, що враховують взаємний вплив показників, які характеризують процес впливу монетарної політики на реальну економічну динаміку та інфляційні процеси.

Побудовані VAR-моделі дають можливість оцінити дію каналів монетарної трансмісії в економіці України за допомогою застосування функції імпульсних відгуків за участю обраних змінних.

На першому етапі розглядається вплив показників, що характеризують направленість монетарної політики на проміжні показники банківського кредитування, оскільки центральний банк більшою мірою та найшвидше впливає на цей сегмент фінансового сектору.

Використання функції імпульсних відгуків у моделі, побудованій для дослідження реакції умов кредитування суб'єктів господарювання та фізичних осіб на зміну направленості монетарної політики, дає результати подібні до очікуваних.

Зниження рівня монетарної ліквідності призводить до зниження банками обсягів кредитування суб'єктів господарювання на протязі від 2 до 7 місяців (рис. 3.1), кредитування фізичних осіб також знижується, проте з більшим лагом, на протязі 3 – 7 місяців після шоку (рис. 3.2). Проте необхідно зауважити, що наявність причинно-наслідкового зв'язку за Грейнджером між монетарною ліквідністю та вимогами банків за кредитами суб'єктам господарювання не доведено.



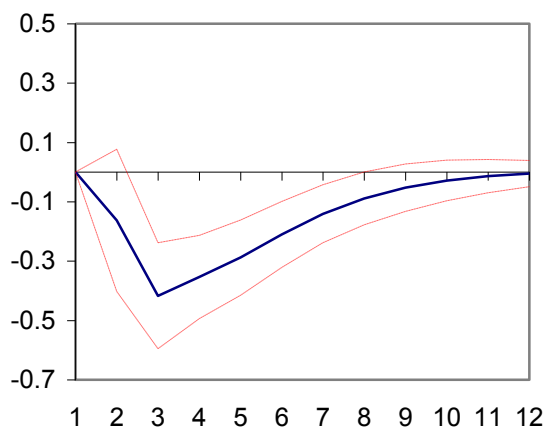


Рис. 3.1 Відгук вимог за кредитами суб'єктам господарювання на шоки монетарної ліквідності

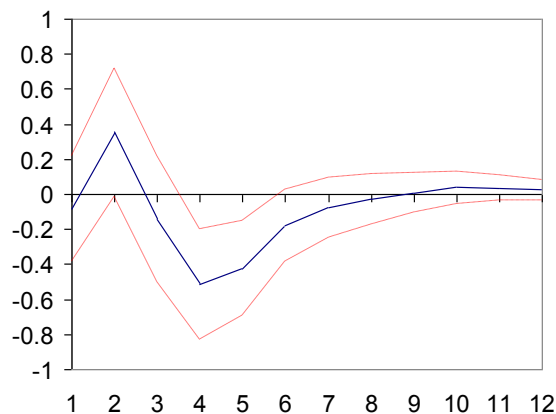


Рис. 3.2 Відгук вимог за кредитами фізичним особам на шоки монетарної ліквідності

Пожорсткішання монетарних умов веде до підвищення ставок суб'єктам господарювання, проте відсоткова ставка за кредитами фізичним особам не підвищується, а навіть знижується (рис. 3.3, 3.4). Проте наявність причинно-наслідкового зв'язку між монетарною ліквідністю та відсотковими ставками за кредитами фізичним особам не доведено. Виходячи з цього можна зробити висновок про те, що рівень ліквідності майже не впливає на ставки за кредитами фізичним особам.

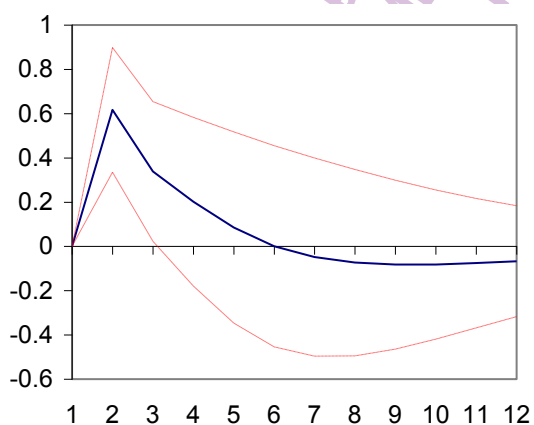


Рис.3.3. Відгук відсоткових ставок за кредитами суб'єктам господарювання на шоки монетарної ліквідності

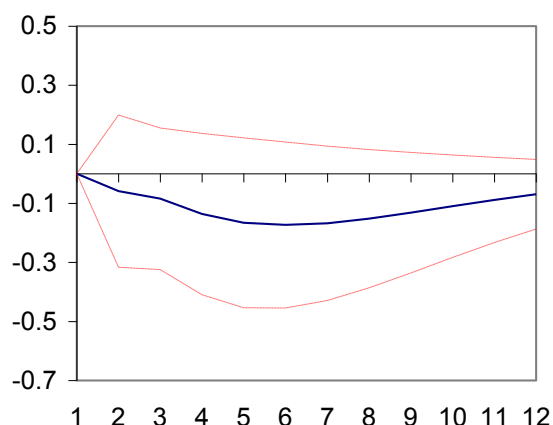


Рис.3.4. Відгук відсоткових ставок за кредитами фізичним особам на шоки монетарної ліквідності

Підвищення відсоткової ставки за кредитами суб'єктам господарювання

веде до зниження кредитування до 3-го місяця, проте після 3-го місяця кредитування суб'єктів господарювання має позитивну динаміку (рис.3.5).

Підвищення відсоткової ставки за кредитами фізичним особам веде до зниження темпів їх кредитування банками (рис. 3.6).

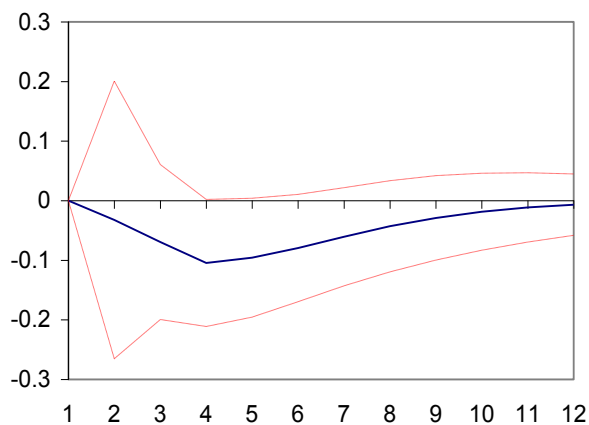


Рис.3.5. Відгук вимог за кредитами суб'єктам господарювання на шоки відсоткової ставки за кредитами

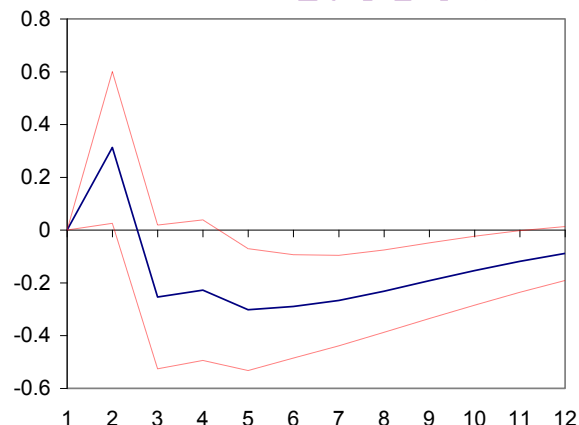


Рис.3.6. Відгук вимог за кредитами фізичним особам на шоки відсоткової ставки за кредитами

Отже, як і передбачалося, раціонування кредиту з боку банків проявляється, насамперед, стосовно кредитування фізичних осіб, що не мають альтернативних джерел фінансування. Проведені дослідження показали, що пожорсткішання монетарної політики веде до зниження обсягів кредитування фізичних осіб, проте не призводить до підвищення відсоткових ставок за кредитами фізичним особам.

Раціонування кредиту суб'єктам господарювання можливо також частково має місце, проте скоріш за все задіяним виявляється канал відсоткових ставок. Отримано підтвердження того, що пожорсткішання монетарної політики веде до підвищення відсоткових ставок за кредитами суб'єктам господарювання. Проте, виходячи з того, що підвищення відсоткової ставки за кредитами суб'єктам господарювання не веде до зниження обсягів кредитування, можливим є також часткове раціонування кредиту. Отже, отримано підтвердження на користь існування кредитного каналу в монетарному трансмісійному механізмі економіки України, що певною мірою ускладнює вплив на відсоткові ставки в реальному секторі за допомогою

монетарних інструментів [211].

Для дослідження впливу показників грошово-кредитної сфери та валютного курсу на реальний ВВП в цілому та окремі компоненти сукупного попиту такі як: приватне споживання, інвестиції в основний капітал та сальдо поточного рахунку платіжного балансу, а також на динаміку цін побудовано та оцінено п'ять VAR-моделей.

Результати функції імпульсних відгуків в моделі, де результируючим показником виступає реальний ВВП на шоки інших змінних можна інтерпретувати наступним чином.

На шок зростання темпів кредитування темп випуску реагує позитивно, шок темпів кредитування у 1% веде до зростання випуску на 0.12% та на 0.2% у тривалому періоді (рис.3.7). Такий результат узгоджується з існуванням причинно-наслідкового зв'язку між обсягами кредитування та реальним випуском.

На позитивний шок цін акцій обсяг реального випуску реагує негативно (рис.3.8). Отже, можна припустити незначущість ефекту від зростання цін фінансових активів на реальний випуск. Тим більш, що зв'язок не підтверджено за допомогою тесту Грейнджера на значущому рівні.

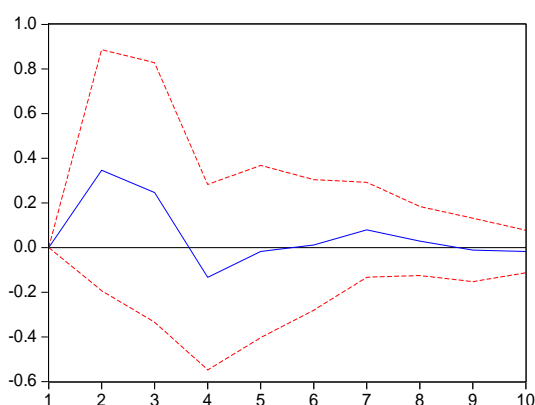


Рис. 3.7. Відгуки темпів приросту обсягів реального випуску на шок кредитування

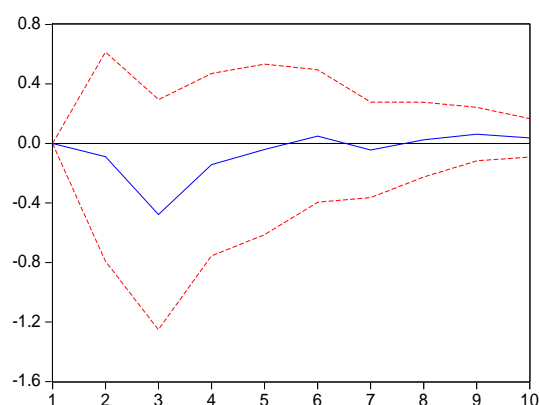


Рис. 3.8. Відгуки темпів приросту обсягів реального випуску на шок індексу ПФТС

Позитивний шок реального ефективного обмінного курсу спричиняє зниження обсягу реального випуску (рис.3.9). Ревальвація РЕОК на 1%

призводить до падіння темпів зростання реального випуску на 0.2% протягом 3-го кварталу та на 0.1% накопиченим підсумком за 10 кварталів. Тобто можна зробити припущення, що ревальвація РЕОК, а отже погіршення конкурентоспроможності економіки України на міжнародному ринку призводить до зниження випуску. Ця гіпотеза є цілком природною, оскільки економіка є значно відкритою та залежною від умов торгівлі. Однак такий зв'язок не підтверджується тестом Грейнджера на значущому рівні.

На відміну від теоретичних припущень про канал неочікуваної зміни цін, зростання рівня індексу споживчих цін призводить до зниження обсягу реального випуску, про що свідчить негативний відгук реального ВВП на 0.3% в 2 та 3 кварталі після шоку прискорення ІСЦ у 1%. (рис.3.10). Причинно-наслідковий зв'язок між цими показниками присутній на 10% рівні значущості, можна зробити припущення, що прискорення інфляції негативно відображується на реальному зростанні.

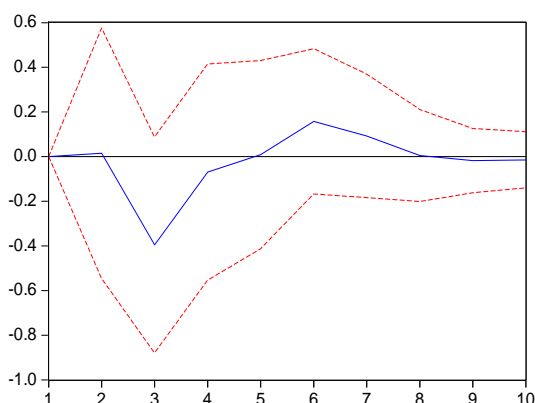


Рис. 3.9. Відгуки темпів приросту обсягів реального випуску на шок РЕОК

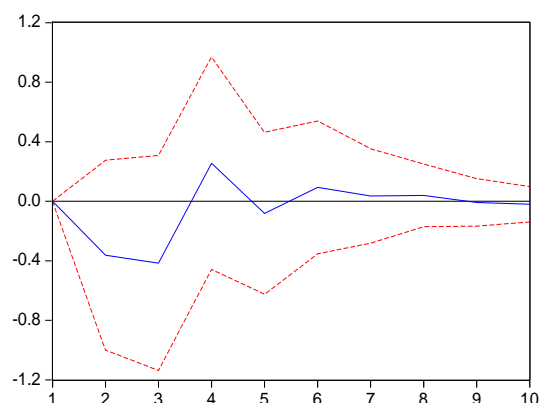


Рис. 3.10. Відгуки темпів приросту обсягів реального випуску на шок інфляції

На шок зростання реальної відсоткової ставки випуск реагує позитивно, що суперечить теоретичним уявленням (рис. 3.11). Крім того, не знайдено підтвердження впливу з боку відсоткової ставки на випуск за допомогою тесту Грейнджера. Це разом з позитивним впливом на випуск з боку зростання темпів кредитування, може служити підтвердженням раніше висунутої гіпотези про існування кредитного раціонування та, відповідно, каналу банківського

кредитування.

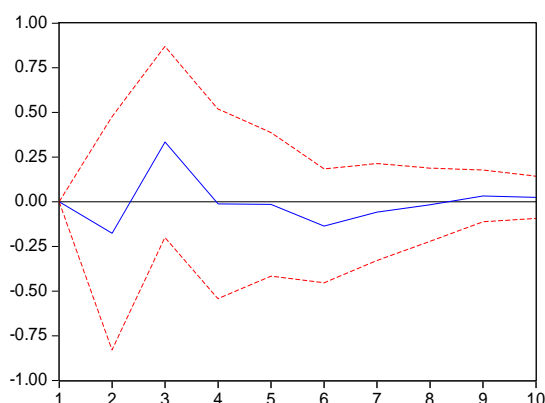


Рис. 3.11. Відгуки темпів приросту обсягів реального випуску на шок реальної відсоткової ставки

Отримані результати говорять про досить значний вплив на реальний ВВП з боку цін (9%). Однаковий вплив на реальний випуск з боку темпів кредитування та НЕОК (5%). Однак відносно великий вплив мають індекс ПФТС (6.5%) та відсоткова ставка (4%) (табл. 3.1).

Таблиця 3.1

Декомпозиція дисперсії реального ВВП

період	реальний ВВП	ІСЦ	Індекс ПФТС	кредити	% ставка	НЕОК
1	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2	90.4	4.4	0.3	4.0	1.0	0.0
3	73.7	7.8	6.1	4.6	3.7	4.0
4	72.1	9.1	6.4	4.9	3.5	4.0
5	72.1	9.2	6.3	4.9	3.5	4.0
6	71.2	9.3	6.3	4.8	3.9	4.5
7	70.9	9.3	6.3	4.9	4.0	4.7
8	70.9	9.3	6.3	4.9	4.0	4.7
9	70.8	9.3	6.4	4.9	4.0	4.7
10	70.7	9.3	6.4	4.9	4.0	4.7

Результати функцію імпульсних відгуків для моделі інфляції підтверджують висунуті раніше припущення.

На шок зростання темпів кредитування приросту ІСЦ реагує позитивно, шок темпів кредитування у 1% веде до прискорення інфляції споживчих цін на 0.13 та 0.08% у 2 та 3 кварталах відповідно, пік зростання - та на 0.3 у тривалому періоді (рис.3.12). Хоча не можна на достовірному рівні підтвердити існування причинно-наслідкового зв'язку між обсягами кредитування та інфляцією.

На позитивний шок цін акцій отриманий позитивний відгук показника інфляції (рис.3.13). Його можна інтерпретувати наступним чином: зростання індексу ПФТС на 1% веде до прискорення інфляції на 0.02% протягом 2-3 кварталів. При цьому такий зв'язок підтверджується за тестом Грейнджера.

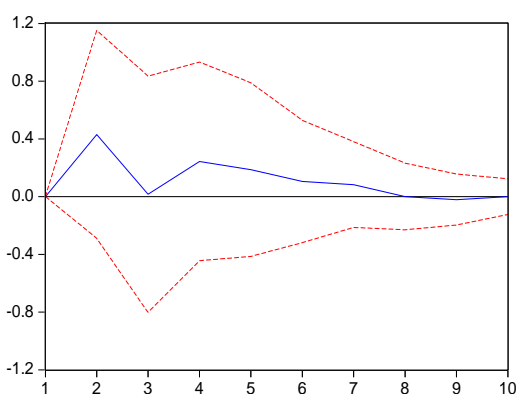


Рис. 3.12. Відгуки приросту ІСЦ на шок кредитування

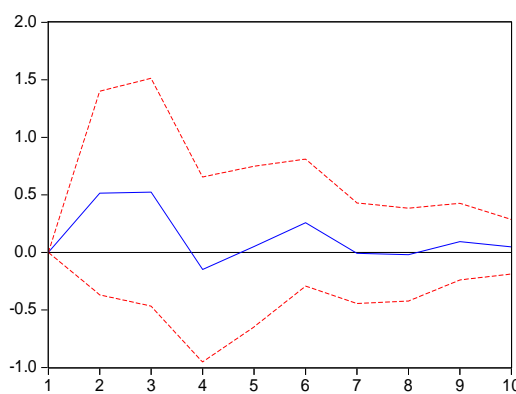


Рис. 3.13. Відгуки приросту ІСЦ на шок індексу ПФТС

Позитивний шок номінального ефективного обмінного курсу спричиняє уповільнення інфляції (рис.3.14). Ревальвація НЕОК на 1% призводить до уповільнення на 0.4% в 2 кварталі та на 0.1% в 3 кварталі, або на 0.2% у тривалішому періоді. Тобто можна зробити припущення, що ревальвація НЕОК досить швидко призводить до уповільнення темпів інфляції. При цьому причинно-наслідковий зв'язок між номінальним обмінним курсом та інфляцією підтверджується результатами тесту за Грейнджером.

Такий результат є природним в умовах значно відкритої перехідної економіки з певною формою фіксації обмінного курсу, оскільки зміни курсу дуже швидко призводять до змін у інфляції через зміну цін імпортованих

товарів, рівня попиту та балансовий ефект.

У відповідь на позитивний шок темпів реального випуску – інфляція уповільнюється, зростання темпів приросту ВВП на 1% призводить до уповільнення темпів інфляції на 0.2% в 4 кварталі (рис.3.15). Такий результат можна пояснити тим, що зростання пропозиції призводить до зниження темпів зростання цін. Проте причинно-наслідковий зв'язок в цьому напрямку на достовірному рівні значущості не доведено, хоча отримано підтвердження існування зв'язку в зворотному напрямку – від інфляції до випуску. Тому доцільно припустити, що скоріш інфляція впливає на випуск, ніж навпаки.

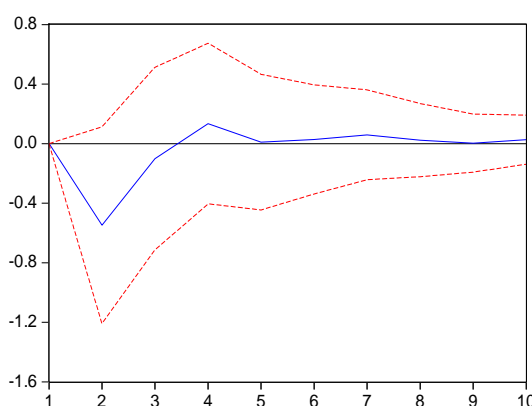


Рис. 3.14. Відгуки приросту ІСЦ на шок НЕОК

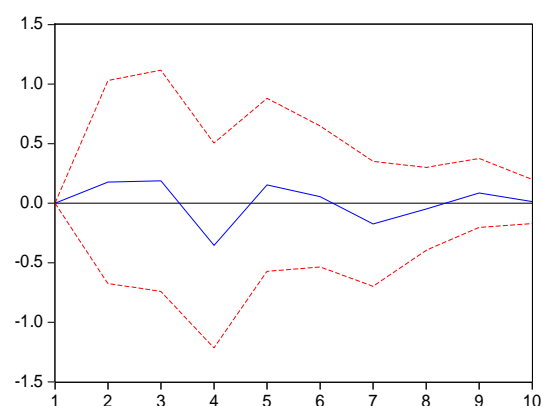
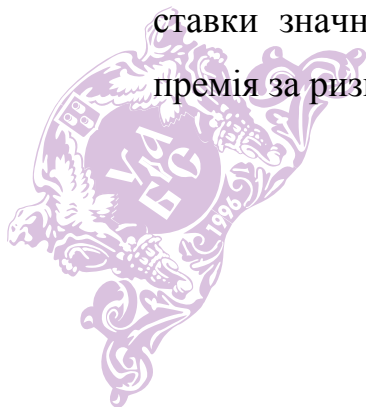


Рис. 3.15. Відгуки приросту ІСЦ на шок реального випуску

На шок зростання реальної відсоткової ставки інфляція реагує позитивно, що суперечить теоретичним уявленням (рис. 3.16). Це може говорити про незначущість дії каналу відсоткової ставки і, разом з позитивним впливом на прискорення інфляції з боку зростання темпів кредитування, може служити підтвердженням раніше висунутої гіпотези про існування кредитного раціонування та, відповідно, каналу банківського кредитування.

Крім того, треба мати на увазі, що динаміка самої реальної відсоткової ставки значно обумовлена темпами інфляції, адже при мінливості інфляції премія за ризик в структурі відсоткової ставки суттєво зростає.



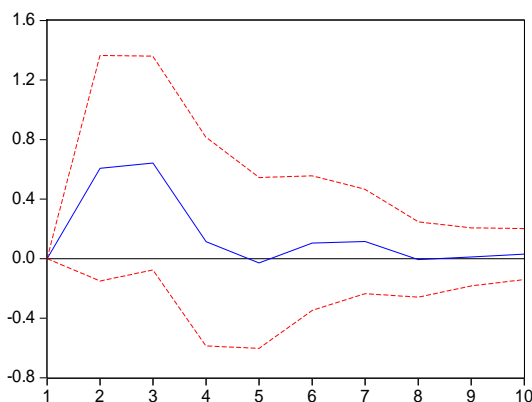


Рис. 3.16. Відгуки приросту ІСЦ на шок процентної ставки

При розгляді декомпозиції дисперсій можна (табл. 3.2) можна зробити висновок, що темпи приросту реального ВВП, номінального ефективного обмінного курсу та зростання кредитування мають приблизно однакове значення у впливу на ІСЦ(5%). При цьому реальна відсоткова ставка має найбільшу значущість (13%), хоча результат аналізу функції імпульсних відгуків не вкладається в теоретичні припущення щодо дії каналу відсоткових ставок.

Таблиця 3.2

Декомпозиція дисперсії ІСЦ

період	ІСЦ	реальний ВВП	Індекс ПФТС	кредити	% ставка	НЕОК
1	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2	76.1	0.7	5.5	3.8	7.6	6.2
3	67.2	1.2	9.4	3.2	13.6	5.4
4	64.7	3.2	9.3	4.1	13.2	5.5
5	64.1	3.5	9.3	4.6	13.1	5.4
6	63.3	3.5	10.2	4.7	13.0	5.3
7	62.8	4.0	10.1	4.8	13.1	5.3
8	62.8	4.0	10.1	4.8	13.1	5.3
9	62.6	4.1	10.2	4.7	13.0	5.3
10	62.6	4.1	10.2	4.7	13.0	5.3

Більш чітке уявлення про механізм впливу грошово-кредитної політики на реальний сектор може дати аналогічний аналіз впливу змінних грошово-

кредитної сфери на компоненти сукупного попиту, а саме приватне споживання, валове нагромадження основного капіталу та чистий експорт.

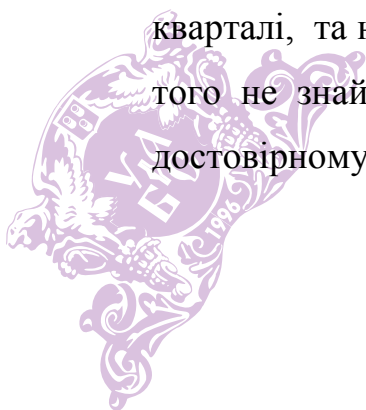
Отримані результати функції імпульсних відгуків інших змінних на валове нагромадження можна інтерпретувати наступним чином.

На шок темпів зростання кредитування банками юридичних осіб, нагромадження основного капіталу реагує позитивно (рис.3.17). Зростання залишків за кредитами юридичним особам на 1% призводить до збільшення темпів нагромадження основного капіталу на 1.4% в 3-му кварталі, проте такий вплив є короткостроковим. Такий зв'язок підтверджується також і за тестом Грейнджера.

Такі результати підтверджують існування в українській економіці каналу банківського кредитування. Висновок є цілком природнім, оскільки, як було сказано раніше, для багатьох фірм єдиним джерелом фінансування інвестицій, за умов недостатнього розвитку фондового ринку, є банківський кредит.

Отримано негативний відгук обсягів інвестицій в основний капітал на шок індексу цін виробників, хоча не підтверджено наявності причинно-наслідкового зв'язку між цими показниками (рис 3.18). Прискорення зростання індексу цін виробників на 1% призводить до зниження нагромадження в основний капітал на 0,6% в 3-му кварталі. Цей факт можна пояснити тим, що прискорення інфляції підприємства сприймають як прояв нестабільності і темпи інвестування знижуються. Проте отримані значення відгуку є незначними, отже важко робити висновки.

Частково підтверджено існування q-каналу Тобіна. Інвестиції реагують позитивно на зростання фондового індексу (рис. 3.19). Зростання індексу ПФТС на 1% призводить до зростання темпів нагромадження на 0.2% в 3 кварталі, та на 0.1% в більш тривалому періоді. Проте відгук є незначним, крім того не знайдено причинно-наслідкового зв'язку між цими показниками на достовірному рівні.



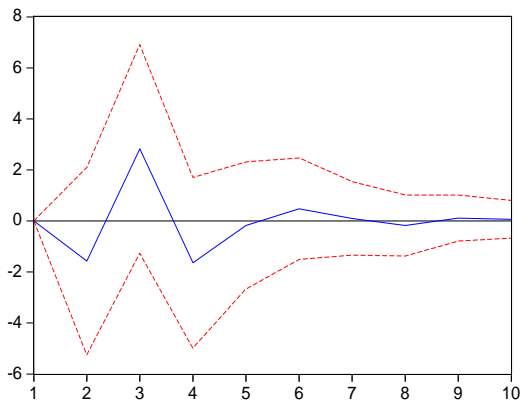


Рис.3.17. Відгук темпів нагромадження основного капіталу на шок кредитування

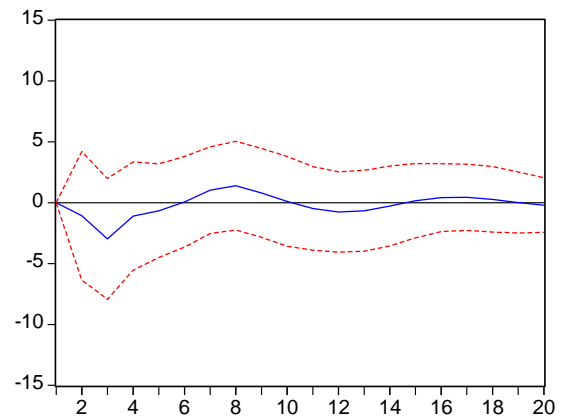


Рис.3.18. Відгук темпів нагромадження основного капіталу на шок цін

Не підтверджується дія каналу відсоткової ставки. На зростання реальної відсоткової ставки темпи зростання нагромадження в основний капітал реагують позитивно, що суперечить теоретичним уявленням про дію цього каналу (рис. 3.20). Крім того не знайдено причинно-наслідкового зв'язку між цими показниками на достовірному рівні.

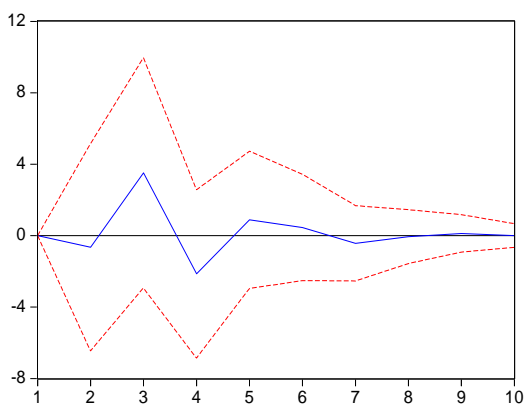


Рис. 3.19. Відгук темпів нагромадження основного капіталу на шок індексу ПФТС

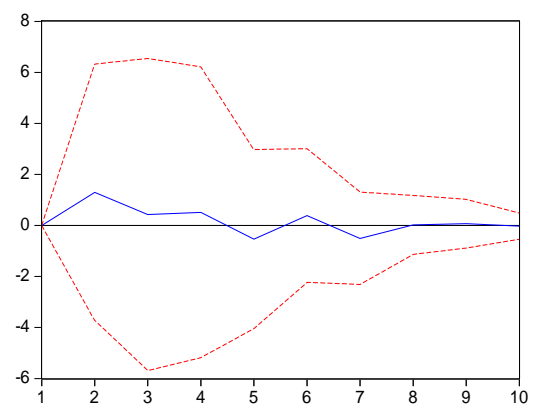


Рис. 3.20. Відгук темпів нагромадження основного капіталу на шок відсоткової ставки

Якщо розглянути відповідну декомпозицію дисперсій, то можна зробити висновок, що в даній специфікації при невеликій кількості лагів, всі фактори мають достатньо низьку значимість (табл. 3.3). Динаміка нагромадження основного капіталу значною мірою обумовлюється іншими, не включеними в дану модель факторами.

Таблиця 3.3

Декомпозиція дисперсії темпів приросту нагромадження
основного капіталу

період	нагромадження	ЩВ	%ставка	Індекс ПФТС	кредити юр.особам
1	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2	96.0	1.9	0.2	1.1	0.8
3	87.2	2.3	5.4	4.4	0.8
4	84.4	2.7	6.9	5.2	0.8
5	84.0	2.7	7.1	5.2	0.9
6	83.7	2.9	7.1	5.2	1.0
7	83.6	2.9	7.2	5.2	1.1
8	83.6	2.9	7.2	5.2	1.1
9	83.6	2.9	7.2	5.2	1.1
10	83.6	2.9	7.2	5.2	1.1

Функція імпульсних відгуків в моделі споживчих витрат домогосподарств на шоки інших змінних, дає результати які можна інтерпретувати наступним чином.

Отримано підтвердження на користь впливу залишків за кредитними зобов'язаннями фізичних осіб перед банками на споживчу активність (рис. 3.21). Зростання залишків за кредитами фізичним особам на 1% призводить до підвищення темпів приросту споживчих витрат домогосподарств на 0.1% в 2 та 3-му кварталах, та зростання на 0.2% в більш тривалому періоді. Тим більше підтверджується існування причинно-наслідкового зв'язку за Грейнджером на 1% рівні.

Очевидно проявляється дія каналу цінових очікувань. У відповідь на шок індексу споживчих цін зростає приватне споживання в реальному виразі (рис. 3.22), прискорення зростання індексу споживчих цін на 1% призводить до зниження на 0.3% в 3-му кварталі, та – на 0.8% в більш тривалому періоді. Тим більше підтверджується існування причинно-наслідкового зв'язку за Грейнджером.

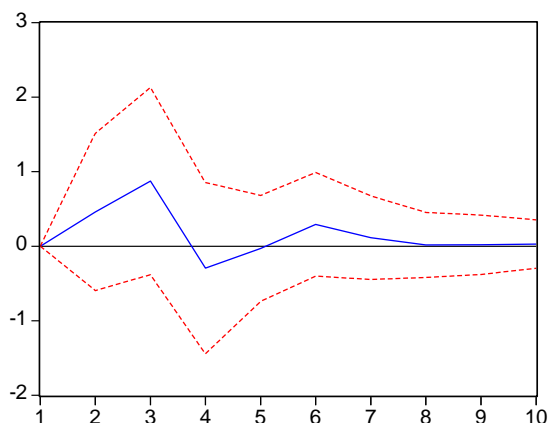


Рис.3.21. Приватного споживання на шок кредитування

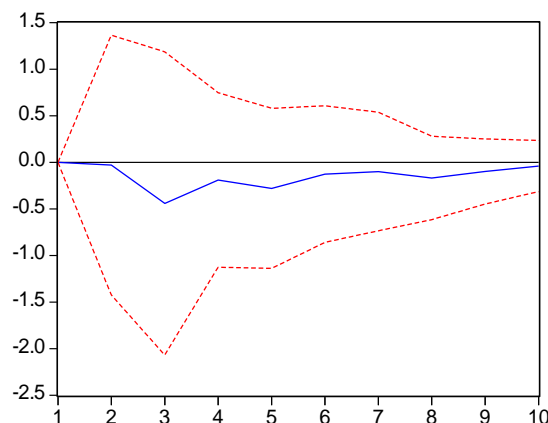


Рис.3.22. Приватного споживання на шок цін

На шок приросту індексу ПФТС споживання реагує позитивно, що можна сприйняти за відображення дії каналу ліквідності домогосподарств або каналу багатства, який базується на тому, що підвищення цін акцій призводить до покращення фінансового стану домогосподарств та збільшення їх поточного споживання (рис. 3.23). Зростання індексу ПФТС на 1% призводить до зростання темпів споживання на 0.04% в 4 та 5-му кварталах. Проте за допомогою тесту Грейнджера не вдалося встановити такий зв'язок.

В Україні населення має низький рівень знань щодо переваг вкладання вільних коштів в цінні папери, мінімально необхідної інформації про події на фондовому ринку, до того ж відсутня торгівельна інфраструктура для дрібних інвесторів. Дія цього каналу може проявлятися в розвинутих країнах, де домогосподарства є одними з головних інвесторів, але скоріш за все не проявляє себе в Україні.

У відповідь на шок реальної відсоткової ставки приватне споживання знижується, що вкладається в теоретичні уявлення (рис. 3.24).



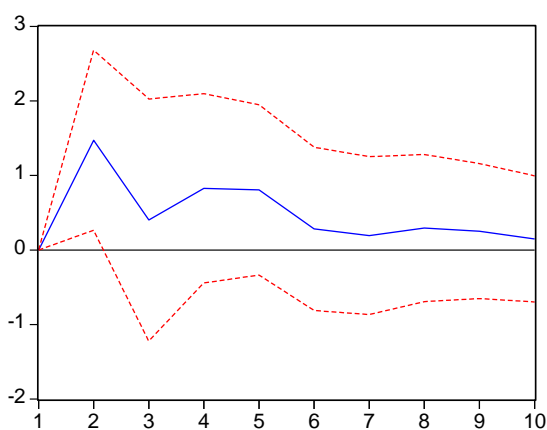


Рис.3.23. Приватного споживання на шок індексу ПФТС

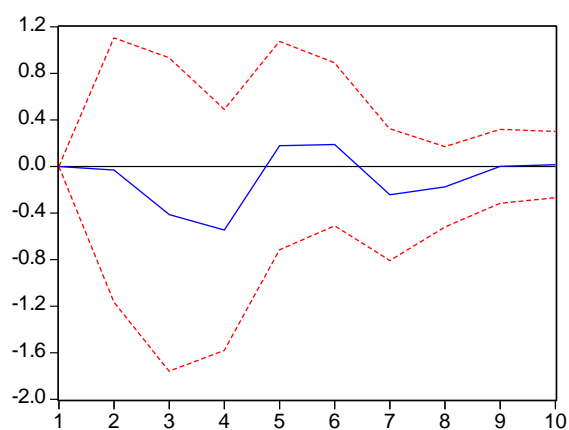


Рис.3.24. Приватного споживання на шок відсоткової ставки

Декомпозиція дисперсії приватного споживання підтверджує результати отримані завдяки функції імпульсних відгуків (табл. 3.4). Найбільший вплив мають індекс ПФТС (22%), темпи кредитування фізичних осіб (7%). Відсоткова ставка та приріст індексу споживчих цін мають незначний вплив на приватне споживання.

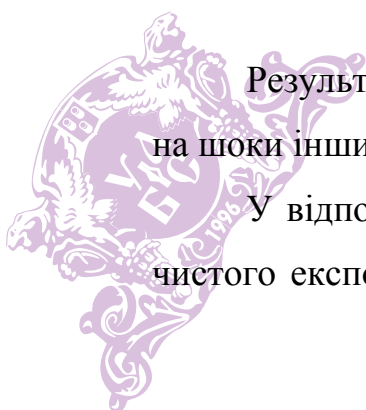
Табл. 3.4

Декомпозиція дисперсії (приватне споживання)

період	приватне споживання	ІСЦ	Індекс ПФТС	кредити фіз. особам	% ставка
1	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2	82.3	0.0	16.1	1.6	0.0
3	75.1	1.3	15.8	6.6	1.2
4	70.1	1.4	18.9	6.6	2.9
5	67.3	1.8	21.6	6.3	3.0
6	66.5	1.9	21.8	6.7	3.1
7	66.0	1.9	21.9	6.7	3.4
8	65.6	2.1	22.1	6.6	3.6
9	65.3	2.1	22.4	6.6	3.6
10	65.2	2.1	22.5	6.6	3.6

Результати функції імпульсних відгуків частки чистого експорту у ВВП на шоки інших змінних можна інтерпретувати наступним чином.

У відповідь на шок реального ефективного обмінного курсу відношення чистого експорту до ВВП реагує негативно (рис. 3.25). Ревальвація реального



ефективного обмінного курсу на 1% веде до тривалого зниження частки чистого експорту у ВВП на 0.1 протягом 3-9 кварталів, або накопиченим підсумком за 10 кварталів – на 0.6%. Що говорить про значущість каналу валютного курсу, тим більше, що такий взаємозв'язок підтверджується за тестом Грейнджера на 10% рівні.

Тиск з боку внутрішнього попиту позитивно впливає на частий експорт, що суперечить теоретичним уявленням (рис. 3.26). Крім того не отримано підтвердження взаємозв'язку між цими показниками за тестом Грейнджера. Це можна пояснити як відсутністю зазначеного впливу, так і невдалим вибором показника для відображення надлишкового попиту.

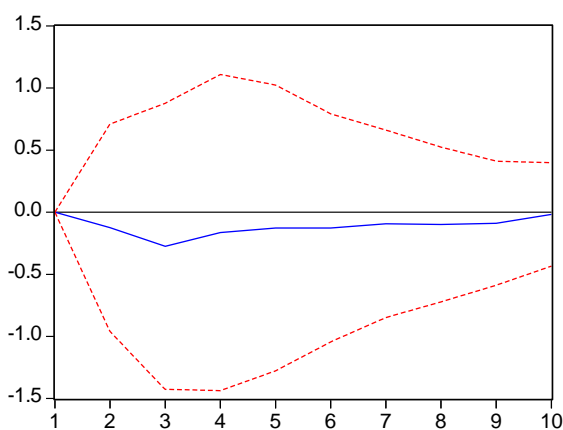


Рис. 3.25. Відгук чистого експорту на РЕОК

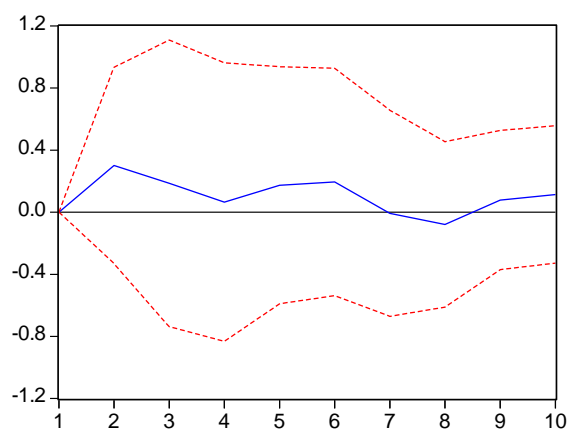


Рис. 3.26. Відгук чистого експорту на шоки попиту

На шок темпів кредитування реального сектору економіки чистий експорт реагує негативно (рис. 3.27). Зростання залишків за кредитами в реальний сектор на 1% веде до зниження відношення чистого експорту до ВВП на 0.2-0.3% протягом 2-4 кварталів, або накопиченим підсумком за 10 кварталів – на 0.6%. це цілком збігається з теоретичними уявленнями. Розширення кредитної активності веде до збільшення попиту в економіці, в тому числі і на імпортовані товари, що в підсумку відображається в зменшенні чистого експорту.

У відповідь на позитивний шок зростання реальної відсоткової ставки чистий експорт реагує позитивно, що цілком вкладається в теоретичні уявлення

про дію каналу валютного курсу (3.28). В більш тривалій перспективі підвищення відсоткової ставки має стимулювати приплив капіталу і, відповідно, ревальвацію обмінного курсу, що в свою чергу пригнічує експорт. Втім, в даній моделі ефект від зростання відсоткової ставки перш за все призводить до охолодження внутрішнього попиту та зменшення потреби в іпорті, що позитивно впливає на чистий експорт Y відповідь на прискорення зростання реальної відсоткової ставки за кредитами в економіку на 1 в.п. частка чистого експорту у ВВП зростає на 0.1 протягом 2-4 кварталів. Проте існування зазначеного взаємозв'язку в економіці з де-факто фіксованим обмінним курсом є сумнівним, оскільки передача імпульсів від відсоткових ставок до обсягів чистого експорту вимагає існування гнучкого курсоутворення.

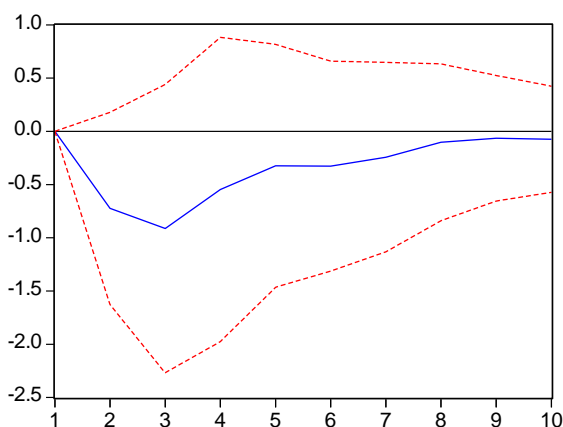


Рис.3.27. Відгук чистого експорту на шоки кредитування

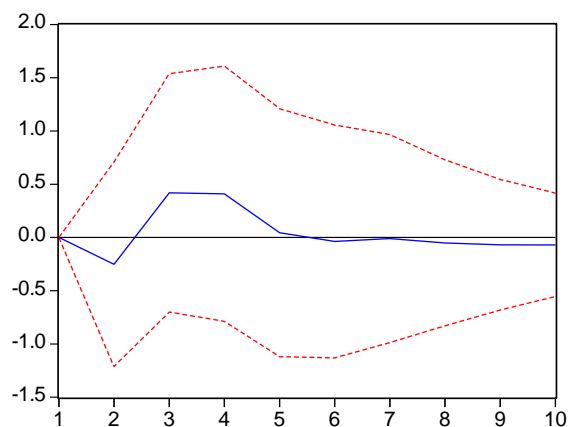


Рис.3.28. Відгук чистого експорту на шоки %

Декомпозиція дисперсії частки чистого експорту виявляє відносно велику значущість лише темпів кредитування (9%) (табл. 3.5).

За допомогою проведених розрахунків можна сформулювати наступні висновки щодо дії монетарного трансмісійного механізму.

На першому етапі дослідження виявлено, що змінні, які знаходяться під безпосереднім впливом Національного банку – ліквідність банківської системи та короткострокові ставки міжбанківського ринку по-різному впливають на умови кредитування фізичних та юридичних осіб.

Табл. 3.5

Декомпозиція дисперсій частки чистого експорту у ВВП

період	Чистий експорт	надлишковий попит	РЕОК	кредити	% ставка
1	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0
2	95.3	0.6	0.1	3.6	0.4
3	90.2	0.7	0.5	7.4	1.3
4	88.5	0.6	0.6	8.3	2.0
5	88.2	0.8	0.6	8.4	1.9
6	87.9	0.9	0.7	8.6	1.9
7	87.8	0.9	0.7	8.7	1.9
8	87.8	0.9	0.8	8.7	1.8
9	87.8	0.9	0.8	8.6	1.9
10	87.8	1.0	0.8	8.6	1.9

Проведені дослідження показали, що зниження рівня ліквідності банківської системи, яке розцінюється в даному дослідженні як пожорсткішання монетарної політики, веде до зниження обсягів кредитування фізичних осіб, проте не призводить до підвищення відсоткових ставок за кредитами фізичним особам. Отже, як і передбачалося, раціонування кредиту з боку банків проявляється насамперед стосовно кредитування фізичних осіб, які не мають альтернативних джерел фінансування.

Раціонування кредиту суб'єктам господарювання можливо також частково має місце, проте скоріш за все задіяним виявляється канал відсоткових ставок. Отримано підтвердження того, що пожорсткішання монетарної політики веде до підвищення відсоткових ставок за кредитами суб'єктам господарювання. Проте, виходячи з того, що підвищення відсоткової ставки за кредитами суб'єктам господарювання не веде до зниження обсягів кредитування, можливим є також часткове раціонування кредиту. Отже, отримано підтвердження на користь існування кредитного каналу в монетарному трансмісійному механізмі економіки України, що свідчить про складність впливу монетарних інструментів на відсоткові ставки в реальному секторі.

З проведеного дослідження можна зробити висновок про дію явища

раціонування кредиту та, відповідно, дії каналу банківського кредитування, що цілком узгоджується з висунутими раніше припущеннями.

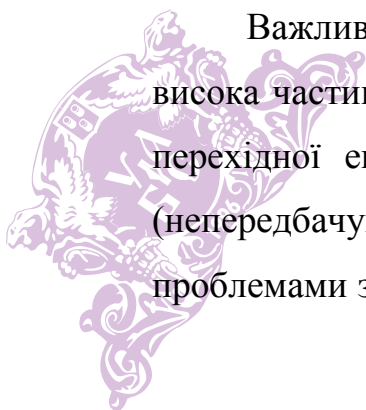
На другому етапі дослідження виявлено особливості впливу змінних фінансового ринку як на реальний випуск в цілому, так і на компоненти сукупного попиту – нагромадження основного капіталу і кінцеві споживчі витати домогосподарств.

Отримані результати свідчать про такі особливості впливу змінних фінансового ринку на реальний ВВП та зростання цін.

Не вдалося виявити ознак функціонування каналу відсоткових ставок. У відповідь на позитивний шок реальної відсоткової ставки за кредитами в національній валюті було отримано позитивні відгуки як реального випуску, нагромадження основного капіталу та споживчих витрат домогосподарств, так і прискорення темпів інфляції, що повністю суперечить теоретичним уявленням про дію цього каналу (таблиця 3.6). Крім того, не знайдено підтвердження існування причинно-наслідкового зв'язку у напрямі від реальної відсоткової ставки до показника реального випуску, його окремих компонентів, а також інфляції.

Відгуком на зростання реальної відсоткової ставки, який вкладався в рамки теоретичних уявлень, було зростання відношення чистого експорту до ВВП. Проте існування зазначеного взаємозв'язку в економіці з де-факто фіксованим обмінним курсом є сумнівним, оскільки передача імпульсів від відсоткових ставок до обсягів чистого експорту вимагає існування гнучкого курсоутворення. Втім, це скоріш за все відбувається через вплив відсоткових ставок на споживчий компонент попиту, оскільки певний прояв дії каналу відсоткових ставок можна простежити в реакції приватного споживання.

Важливим фактором, який обмежує дію каналу відсоткових ставок, є висока частина премії за ризик у структурі процентної ставки банків в умовах перехідної економіки. Це є як наслідком макроекономічної нестабільності (непередбачуваність інфляції) і напруженої політичної ситуації, так і проблемами збору й оцінки економічної інформації на мікро рівні (пов'язаних з



оцінкою застави, або фінансового стану позичальника). Усе це ускладнює діяльність банків як фінансових посередників, що відбивається в підвищенні премії за ризик і проведенні банками небажаної селекції (adverse selection).

Таблиця 3.6
Результати дослідження дії каналу відсоткових ставок за допомогою функції імпульсних відгуків відповідних VAR-моделей

результуючий показник	фактор, що впливає	відгук залежної змінної	накопичений відгук
реальний ВВП	прискорення зростання реальної відсоткової ставки за кредитами в економіку на 1 в.п.	відгук статистично не значущий та суперечить теоретичним уявленням	-
прискорення темпів інфляції	прискорення зростання реальної відсоткової ставки за кредитами в економіку на 1 в.п.	відгук суперечить теоретичним уявленням	-
реальне нагромадження основного капіталу	прискорення зростання реальної відсоткової ставки за кредитами в економіку на 1 в.п.	відгук статистично не значущий та суперечить теоретичним уявленням	-
реальні споживчі витрати домогосподарств	прискорення зростання реальної відсоткової ставки за кредитами в економіку на 1 в.п.	падіння на 0.2% в 3-му кварталі	падіння на 0.3%
частка чистого експорту у ВВП	прискорення зростання реальної відсоткової ставки за кредитами в економіку на 1 в.п.	збільшення на 0.1 протягом 2-3 кварталів	збільшення на 0.1

У такому випадку, банки не схильні реагувати на рестрикційну монетарну політику підвищенням процентної ставки, оскільки таке підвищення приведе до зменшення попиту на кредит з боку найбільш кредитоспроможних

позичальників, діяльність яких найменш ризикована, у той же час попит з боку позичальників з більшим кредитним ризиком залишиться без змін. Отже, банки змушені селективно підходити до вибору позичальників, проводячи так зване "раціонування кредиту", тобто або жорстко нормувати кредит, або в цілому припинити його видачу. Асиметрія інформації є необхідною умовою для прояву кредитного каналу, дія якого була виявлена за результатами розгляду функції імпульсних відгуків.

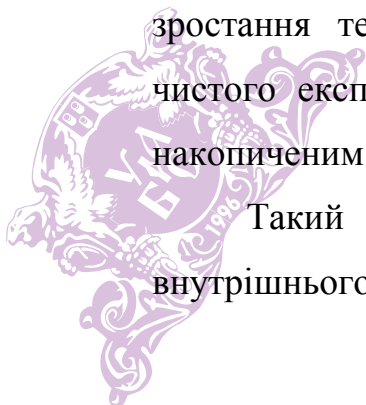
З огляду на те, що цінові параметри грошово-кредитного ринку (тобто, відсоткова ставка) не справляють значного впливу на макроекономічні змінні, цілком закономірно, що дія каналу банківського кредитування є досить значною (таблиця 3.7).

Згідно з отриманими значеннями функцій імпульсних відгуків, зростання темпів кредитування на 1% веде до зростання реального ВВП на 0.12% з лагом в 1 квартал (або 0.2% накопиченим підсумком).

Висновок щодо суттєвої дії каналу банківського кредитування підтверджується і впливом зростання темпів кредитування юридичних осіб на темпи нагромадження основного капіталу (згідно з отриманими оцінками зростання темпів кредитування на 1% призводить до зростання реального нагромадження на 1.4% з лагом в 3 квартали), а також впливом зростання темпів кредитування фізичних осіб на зростання кінцевих споживчих витрат домогосподарств (відповідно, прискорення темпів кредитування на 1% призводить до зростання споживчих витрат домогосподарств на 0.1% з аналогічним лагом в 2 та 3 кварталах).

Крім того, скоріш за все відбувається вплив на динаміку чистого експорту через підвищення темпів кредитування. Отримані результати свідчать, що зростання темпів кредитування економіки веде до зниження відношення чистого експорту до ВВП на 0.2-0.3% з лагом в 2-4 кварталах (або 1.2% накопиченим підсумком за 10 кварталів).

Такий вплив найімовірніше відбувається через стимулювання внутрішнього споживання через поживлення кредитної активності. Зростання



кредитування веде до збільшення попиту на імпортні споживчі та інвестиційні товари, в умовах обмеженої пропозиції з боку вітчизняних товаровиробників. Очевидно, що задоволення внутрішнього попиту відбувається за допомогою зовнішнього фінансування. Таким чином, українська економіка стає все більше залежною від ситуації на світовому фінансовому ринку.

Таблиця 3.7
Результати дослідження дії каналу банківського кредитування за допомогою функції імпульсних відгуків відповідних VAR-моделей

результуючий показник	фактор, що впливає	відгук залежної змінної	накопичений відгук
реальний ВВП	зростання залишків за кредитами в реальний сектор на 1%	зростання на 0.12% в 2-му кварталі	зростання на 0.2%
прискорення темпів інфляції	зростання залишків за кредитами в реальний сектор на 1%	прискорення на 0.1% протягом 3-7 кварталів, пік зростання - 5 квартал	прискорення на 0.3%
реальне нагромадження основного капіталу	зростання залишків за кредитами юридичним особам на 1%	зростання на 1.4% в 3-му кварталі	—
реальні споживчі витрати домогосподарств	зростання залишків за кредитами фізичним особам на 1%	зростання на 0.1% в 2 та 3-му кварталах	зростання на 0.2%
частка чистого експорту у ВВП	зростання залишків за кредитами в реальний сектор на 1%	зниження на 0.2-0.3% протягом 2-4 кварталів	зниження на 1.2%

З 2006 року фіксувалось від'ємне сальдо поточного рахунку. Негативним фактором є те, що за рахунок зовнішнього фінансування відбувається суттєвий приріст імпорту саме споживчих товарів. Так, на пік зростання кредитування фізичних осіб у 2006 році (збільшення більше ніж у 2.3 рази) припав рекордне зростання імпорту легкових автомобілів у 1.8 разів, та інших споживчих товарів тривалого вжитку.

Було отримано підтвердження впливу темпів кредитування на рівень цін. Згідно отриманих значень відгуку, на зростання темпів кредитування на 1% призводить до прискорення інфляції на 0.1% з протягом 3-7 кварталів (накопичений підсумок за 10 кварталів – 0.3%).

Можна припустити малу значимість фондового ринку в дії монетарної трансмісії. На позитивний шок зміни індексу фондового ринку (ПФТС) обсяг реального випуску реагує негативно, крім того відгук статистично незначущий. Такий результат не є дивним з огляду на нерозвиненість фондового ринку України (таблиця 3.8).

Проте отримано позитивний відгук на 1% зростання індексу фондового ринку темпів нагромадження основного капіталу на 0.2% та приватного споживання на 0.04%. Можливо, зростання курсової вартості акцій полегшує українським фірмам фінансування інвестиційних проектів. Проте доступ до ресурсів фондового ринку мають обмежене коло великих підприємств. Для більшості з українських фірм єдиним джерелом позичкового фінансування залишається банківський кредит.

На зростання цін акцій споживання реагує позитивно, що можна сприйняти за відображення дії каналу ліквідності домогосподарств або каналу багатства, який базується на тому, що підвищення цін акцій призводить до збільшення багатства домогосподарств та збільшення їх поточного споживання. Проте за допомогою тесту Грейнджера не вдалося встановити такий зв'язок.

В Україні населення має низький рівень знань щодо переваг вкладання вільних коштів в цінні папери, мінімально необхідної інформації про події на фондовому ринку, до того ж відсутня торговельна інфраструктура для дрібних інвесторів. Тому дія цього каналу може проявлятися в розвинутих країнах, де домогосподарства є одними з головних інвесторів, але скоріш за все не проявляє себе в Україні.

Отже, враховуючи те, що причинно-наслідковий зв'язок за тестом Грейнджера не може бути підтверджений, позитивний відгук споживчої і інвестиційної складової попиту на зростання індексу ПФТС можна пояснити

наступним. На збільшення ціни акцій впливають ті ж самі фактори, що є сприятливими для економічного зростання, а саме: макроекономічна стабілізація, покращення інституційного середовища, зміцнення фінансової системи і т.і.

Таблиця 3.8
Результати дослідження дії каналу цін фондового ринку за допомогою функції імпульсних відгуків відповідних VAR-моделей

результуючий показник	фактор, що впливає	відгук залежної змінної	накопичений відгук
реальний ВВП	зростання індексу ПФТС на 1%	відгук статистично не значущий та протирічить теоретичним уявленням	—
прискорення темпів інфляції	зростання індексу ПФТС на 1%	відгук відповідає теоретичним уявленням про дію каналу, проте статистично не значущий	відгук статично не значущий
реальне нагромадження основного капіталу	зростання індексу ПФТС на 1%	зростання на 0.2% в 3 кварталі	зростання на 0.1%
реальні споживчі витрати домогосподарств	зростання індексу ПФТС на 1%	зростання на 0.04% в 4 та 5-му кварталах	зростання на 0.2%

Також було отримано позитивний відгук інфляції на зростання індексу ПФТС. Хоча напрямок відгуку і співпадав з теоретичними припущеннями про дію трансмісійного механізму через фондовий ринок, проте він статистично незначущий.

Тобто, в цілому, можна зробити висновок про низьку участь українського фондового ринку в дії трансмісійного механізму монетарної політики.

Знайдено підтвердження про значний вплив на економіку України з боку валютного курсу. Згідно отриманих результатів, вплив є достатньо швидким та значним (таблиця 3.9).

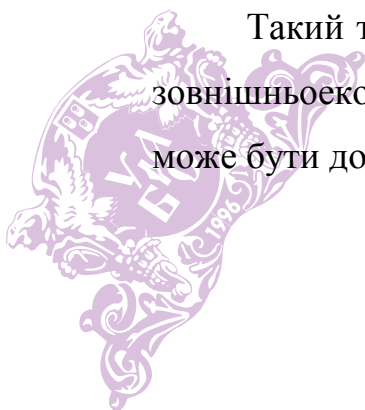
Такий результат є цілком закономірним для відкритої економіки, що розвивається. Г.Кальво та К.Рейнхарт [212] в своїй роботі, відзначають, що вплив обмінного курсу на макроекономічні змінні є сильнішим в економіках з ринком що розвивається, на відміну від розвинених економік. Тим більше, згідно з висновками Дж. Тейлора, вплив обмінного курсу є меншим в низькоінфляційних економіках, ніж при значній та змінній інфляції [213].

Вплив з боку обмінного курсу на інфляцію є очевидним, оскільки підтверджено причинно-наслідковий зв'язок між номінальним ефективним обмінним курсом та інфляцією. Ревальвація номінального ефективного обмінного курсу призводить до уповільнення інфляції на 0.4% з лагом в 2 квартали (або уповільнення на 0.2% накопиченим підсумком через 10 кварталів).

Вплив з боку обмінного курсу на реальний випуск є менш очевидним, оскільки причинно-наслідкового зв'язку між цими показниками виявлено не було. Проте у відповідь на 1% ревальвацію реального ефективного курсу темпи зростання випуску знижуються на 2% з лагом в 3 квартали.

Очевидним є також вплив з боку обмінного курсу на чистий експорт. Причому цей вплив характеризується достатньо довгою тривалістю (від півроку до двох років). Ревальвація реального ефективного обмінного курсу на 1%, тобто показника, що враховує зміну цінової зовнішньої конкурентоспроможності економіки, призводить до зменшення відношення чистого експорту до ВВП на 0.1 з лагом 2-9 кварталів.

Такий тривалий вплив можна пояснити достатньо довгими термінами дії зовнішньоекономічних контрактів, тому пристосування до нових цінових умов може бути достатньо тривалим.



Таблиця 3.9

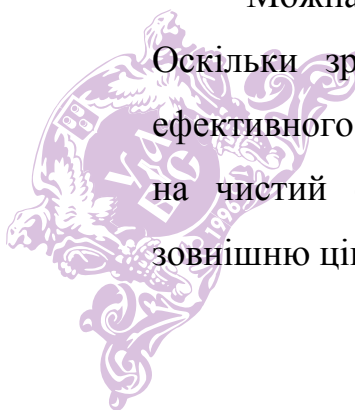
Результати дослідження дії каналу валютного курсу за допомогою функції імпульсних відгуків відповідних VAR-моделей

результуючий показник	фактор, що впливає	відгук залежної змінної	накопичений відгук
реальний ВВП	ревальвація реального ефективного курсу на 1%	падіння на 0.2% в 3-му кварталі	падіння на 0.1%
прискорення темпів інфляції	ревальвація номінального ефективного курсу на 1%	уповільнення на 0.4% в 2 кварталі та на 0.1% в 3 кварталі	уповільнення на 0.2%
частка чистого експорту у ВВП	ревальвація реального обмінного курсу на 1%	зниження на 0.05-0.1% протягом 2-9 кварталів	зниження на 0.6%

Виявлено дію каналу очікувань. Прискорення інфляції на 1% призводить до зниження випуску на 0.3% з лагом в 2-3 квартали. Якщо розглянути різні компоненти ВВП, то вплив інфляції є однонаправленим. Шок прискорення інфляції споживчих цін у 1% призводить до зниження темпів реального споживання домогосподарств на 0.3% з лагом в 3 квартали. Шок прискорення інфляції цін виробників призводить до зниження темпів нагромадження основного капіталу на 0.6% з тим самим лагом в 3 квартали (таблиця 3.10).

Таким чином, прискорення зростання цін негативно впливає на споживання, оскільки призводить до втрати реальних доходів. При цьому, прискорення інфляції пригнічує інвестиційний процес, оскільки створює умови невизначеності.

Можна також зробити висновок про вплив інфляції на чистий експорт. Оскільки зростання внутрішніх цін призводить до ревальвації реального ефективного обмінного курсу (що як було показано раніше, негативно впливає на чистий експорт), то зростання внутрішніх цін негативно впливає на зовнішню цінову конкурентоспроможність економіки.



Таблиця 3.10

Результати дослідження дії каналу очікувань за допомогою функції імпульсних відгуків відповідних VAR-моделей

результуючий показник	фактор, що впливає	відгук залежної змінної	накопичений відгук
реальний ВВП	прискорення зростання індексу споживчих цін на 1%	падіння на 0.3% в 2 та 3-му кварталі	падіння на 0.3%
реальне нагромадження основного капіталу	прискорення зростання індексу цін виробників на 1%	зниження на 0.6% в 3-му кварталі	зниження на 1.4%
реальні споживчі витрати домогосподарств	прискорення зростання індексу споживчих цін на 1%	падіння на 0.3% в 3-му кварталі	зниження на 0.8%

Насамкінець необхідно зауважити, що до отриманих результатів слід ставитися з певною обережністю:

- по-перше, дослідження дії каналів трансмісійного механізму обмежується дослідженням зв'язків між певними показниками, що не може надавати вичерпної інформації;
- по-друге, спостереження провадились упродовж недостатньо тривалого періоду;
- по-третє, необхідно мати на увазі, що в сучасному науковому світі висловлюються деякі сумніви щодо правомірності застосування методу векторних авторегресій для аналізу грошово-кредитної політики взагалі.

3.2. Сценарний розрахунок результативності монетарної політики у збалансуванні економіки України

Побудовані моделі дають можливість провести сценарні розрахунки щодо результативності монетарної політики у досягненні економікою збалансованого стану як у періоди кризи, так і у період відновлення економічного зростання.

Реалізація стабілізаційної спрямованості монетарної політики у період фінансово-економічної кризи є значно обмеженою, оскільки природа кризових явищ має переважно екзогенний характер відносно неї.

Втім доцільно розглянути можливості монетарної політики в збалансуванні економіки України як у поточних кризових умовах, так і під час відновлення економічного зростання, коли на перший план знову вийдуть проблеми подолання інфляції та врівноваження платіжного балансу.

Існують полярні погляди на можливості монетарної політики по протидії кризовим явищам: 1) зниження ставок Національним банком України для здешевлення кредитів у реальний сектор економіки за аналогією з діями центральних банків розвинених країн; 2) утримання ставок на достатньо високому рівні для нівелювання девальваційного тиску та ризиків розгортання інфляційних процесів.

Природа викликів, які постали перед центральними банками розгортання фінансово-економічної кризи, суттєво відрізняється в розвинутих економіках та економіках, що розвиваються. Розвинуті країни переживають падіння споживчого попиту, постає загроза дефляції. Приміром, за червень 2009 року приріст споживчих цін в річному обчисленні Євросоні становив „мінус” 0,1%, в США – „мінус” 1,4%. Відповідно, фіскальна та грошово-кредитна політика таких країн націлені на стимулювання сукупного попиту з метою нівелювання наслідків впливу кризи у фінансовому секторі на реальну економіку, уникнення подальшого зниження цін та подовження рецесивних процесів. Центральні банки таких країн знизили свої ключові відсоткові ставки до надзвичайно низьких рівнів.

Згідно до кейнсіанських постулатів, монетарна політика не є ефективною під час кризи попиту, оскільки „перевага ліквідності є абсолютною” [9], отже, зниження відсоткових ставок не буде стимулювати споживання.

З огляду неефективність подальшого зниження ставок, центральні банки розвинутих країн проводять, так зване, „кількісне послаблення”, викуповуючи з ринку фінансові активи, та розподіляючи безпрецедентні обсяги ліквідності.

Втім, через кризу на фінансових ринках, що призводить до відсутності дієвої монетарної трансмісії, ці кошти не перетворюються на кредити реальному сектору економіки.

Втім, основну надію на поживлення сукупного попиту в розвинутих економіках покладають саме на фіскальні стимули.

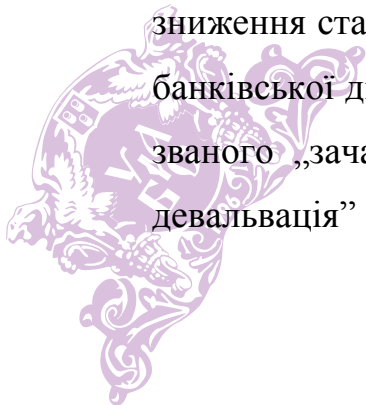
В країнах, що розвиваються, криза проявляється іншим чином, і її прояви різняться в залежності від макроекономічної політики, що проводилась у передкризовий період. Економіки, які до кризи мали нижчі темпи інфляції, менші дефіцити поточного рахунку, нижчу залежність від фінансування з-за кордону, зазнали нижчих втрат та мають більше ресурсів для протидії кризі.

Українська економіка увійшла в кризу маючи значні макроекономічні дисбаланси. Перегрів попиту проявлявся у зростанні інфляції, розширенні дефіциту поточного рахунку платіжного балансу, що фінансувався за рахунок зростання боргової залежності.

Говорити про усунення надлишкового попиту в українській економіці ще зарано. Поточний рахунок за результатами другого кварталу 2009 року залишається в дефіциті, темпи інфляції все ще є найвищими в Європі.

За поточних умов немає альтернативи проведенню жорсткої грошово-кредитної політики. Стимулювання економіки за рахунок дешевих грошей буде мати зворотній ефект. В умовах відсутності зовнішнього попиту на традиційний український експорт та за недорозвинненого внутрішнього ринку, надання дешевих кредитів не зможе стимулювати „флагмани” виробництва.

Зниження вартості національних грошей в умовах домінування негативних девальваційних та інфляційних очікувань призведе до спрямування їх на валютний ринок та подільшої девальвації. Натомість не відбудеться зниження ставок для реального сектору економіки за умов високих ризиків для банківської діяльності та відтоку ресурсів. Це може викликати входження до так званого „зачарованого кола” 1990-х років: „девальвація – інфляція – знову девальвація” (рис. 3.29).



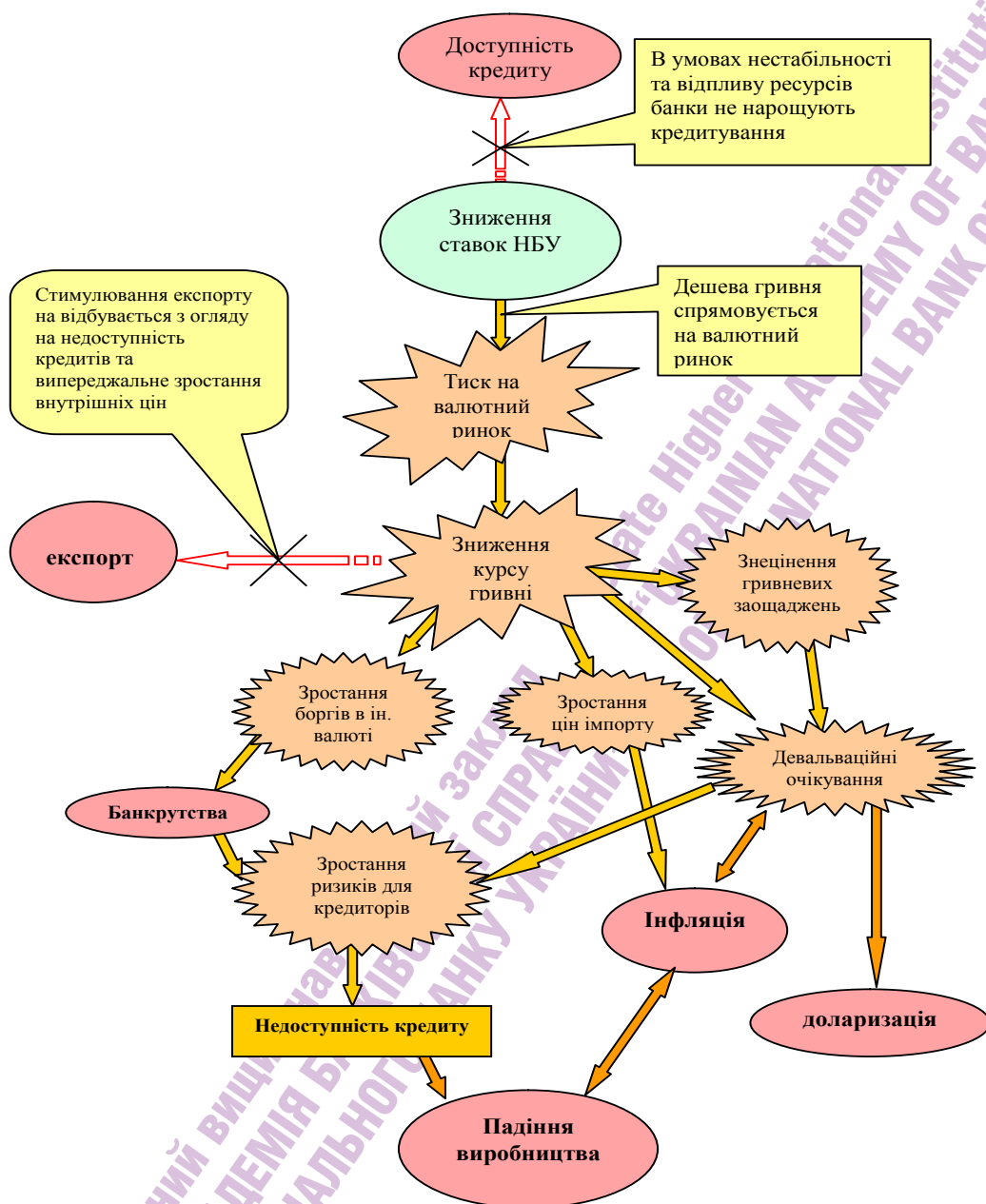


Рис.3.29. Схема трансмісії ефекту від зниження ставок монетарної політики у фінансовий та реальний сектори економіки.

Стимулювання експорту за таких умов також не може бути результативним, оскільки випереджальне зростання внутрішніх цін нівелюватиме покращення зовнішньої конкурентоспроможності від номінальної девальвація гривні.

Такі умови є надзвичайно сприятливими для формування негативних очікувань, що спричиняють втрату довіри до національних грошей та виступають потужним дестабілізаційним чинником для функціонування економіки внаслідок негативної дії балансового ефекту.

Для того, щоб залучити ресурси до банківської системи, нівелювати негативні девальваційні та інфляційні очікування, відновити довіру до національної валюти, гривня має бути дорогою.

Утримання ставок монетарної політики у реальному позитивному вимірі має служити основою для збереження гривнею її вартості, зниження девальваційного тиску, покращення інфляційних очікувань (рис. 3.30).

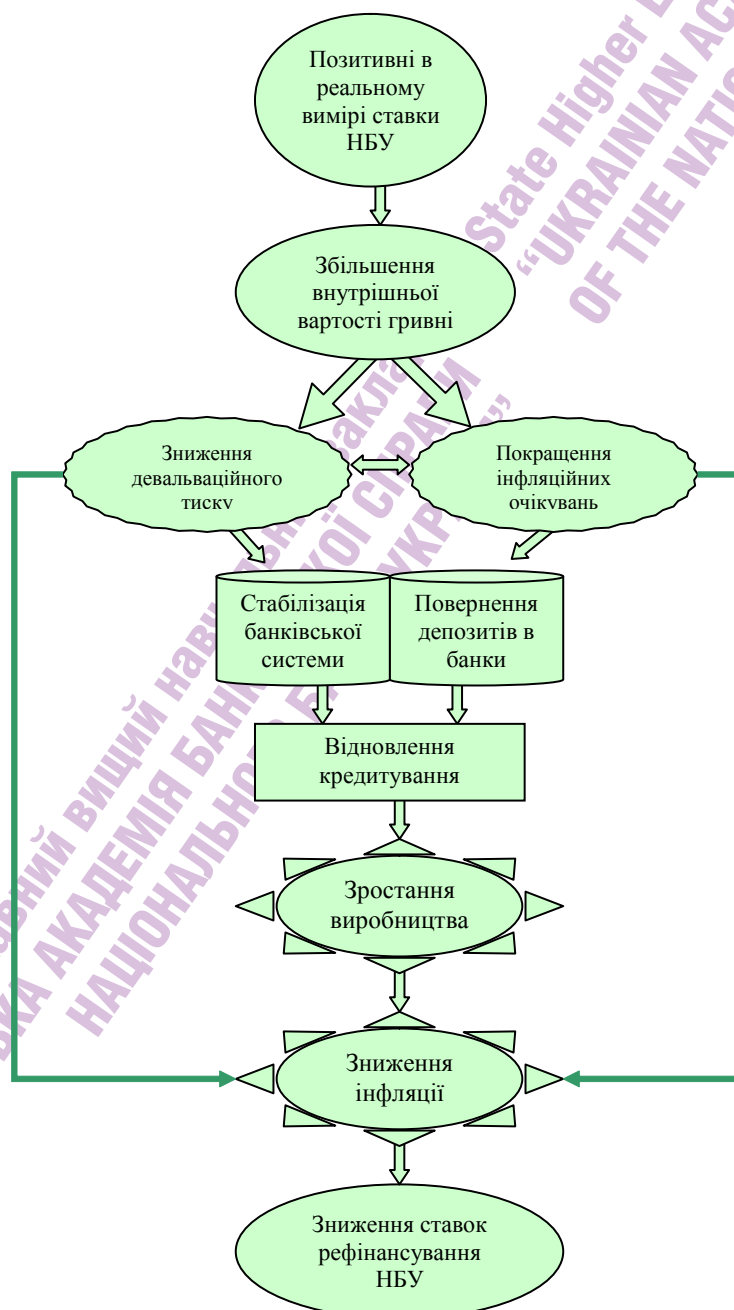


Рис.3.30 Схема стабілізації економіки на основі збереження позитивних реальних ставок монетарної політики.

За існування таких передумов можливе відновлення банківською

системою виконання її функцій посередника з перозподілу заощаджень та відновлення кредитування та реального зростання. Лише відповідне зниження ризику дестабілізації економіки має бути підставою для зниження ставок Національного банку України.

Натомість заходи зі стимулювання економічного зростання лежать у площині структурних зрушень, зниженні неефективних витрат державного сектору, відновлення довіри до економічної політики.

За допомогою моделі, розробленої для оцінки монетарної трансмісії, є можливим виконати сценарний прогноз виходу економіки України зі стану кризи.

Сценарій 1 (позитивний). Монетарна політика є стриманою та спрямовується на утримання внутрішньої вартості гривні. Номінальний ефективний обмінний курс стабілізується (рис.3.31). На основі цього відбувається нормалізація діяльності банківського сектору починається відновлення кредитування (рис.3.32). Незважаючи на певне відновлення кредитної активності ставки за кредитами залишаються на високому рівні з огляду на значний рівень премії за ризик в післякризовий період.

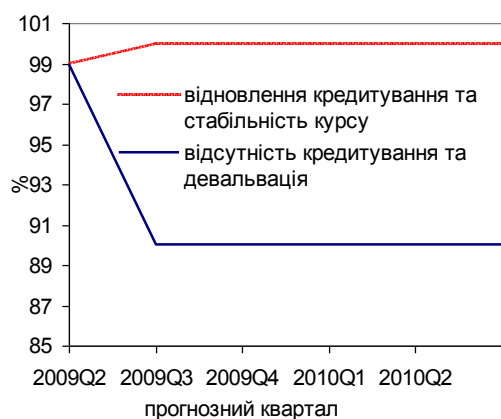


Рис.3.31. Припущення та прогнозна оцінка номінального ефективного обмінного курсу відповідно до різних сценаріїв

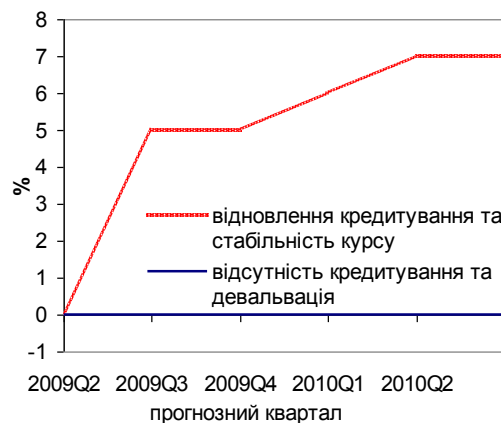


Рис.3.32. Припущення та прогнозна оцінка темпів кредитування відповідно до різних сценаріїв

Сценарій 2 (негативний). Відбувається значна кредитна емісія, спрямована на зниження ставок за кредитами в реальний сектор економіки,

Значна її частина спрямовується на валютний ринок та відбувається номінальна девальвація гривні (рис.3.31). За умов підвищення ризиків для банківської діяльності не відбувається відновлення процесів кредитування (рис.3.32).

Модель дає наступні оцінки розвитку подій в реальному секторі економіки України відповідно до різних сценаріїв.

За обох сценаріїв продовжується негативна динаміка реального ВВП. Втім, за негативного сценарію, темпи падіння є набагато вищими.

За позитивного сценарію відбувається стабілізація зростання на реальному рівні з огляду на позитивну динаміку кредитування (рис.3.33).

Незважаючи на відсутність кредитної активності за негативного сценарію, продовження девальвації має стійкий інфляційний ефект. За стабілізації курсу за сценарієм 1, поступово встановлюється дефляційна тенденція (рис 3.34).

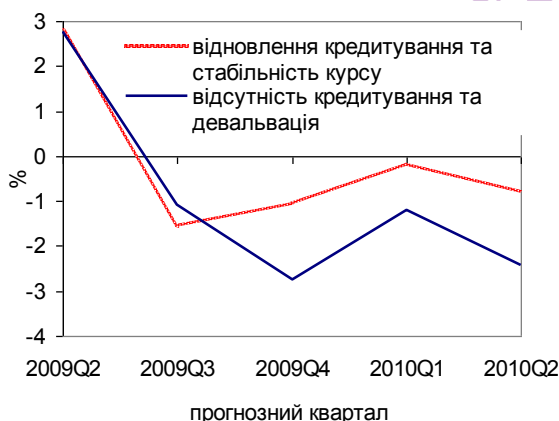


Рис.3.33. Прогнозна оцінка реального ВВП відповідно до різних сценаріїв

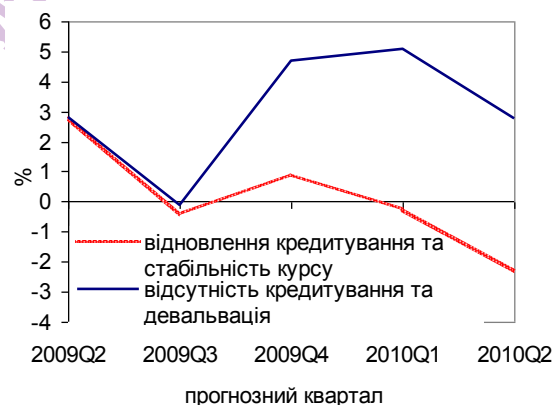


Рис.3.34. Прогнозна оцінка темпів приросту ІСЦ відповідно до різних сценаріїв

Девальвація національної валюти відповідно до сценарію 2, не призводить до покращення зовнішньої конкурентоспроможності, оскільки реальний обмінний курс ревальвує через значне зростання інфляційної складової. Натомість, за позитивного сценарію, дезінфляція призводить до девальвації РЕОК, та, відповідно, покращення позицій експортерів (рис. 3.35).

Як наслідок, позитивна динаміка чистого експорту є більш суттєвою за

сценарію 1 (рис.3.36).

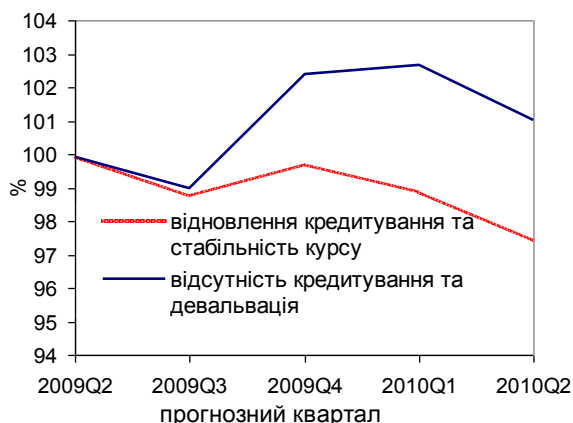


Рис.3.35. Прогнозна оцінка реального ефективного обмінного курсу відповідно до різних сценаріїв

Відповідно до підходів запропонованих М.Ханом, С. Нсоулі та Ч. Вонгом [214] щодо врегулювання внутрішніх та зовнішніх макроекономічних дисбалансів, можна запропонувати наступну схему досягнення економікою України збалансованого стану.

Вже традиційним став розгляд дисбалансів в економіці за допомогою так званої «діаграми Свона (Swan)» (рис. 3.37). Сірим колом «1» позначено поєднання внутрішнього та зовнішнього дисбалансів в українській економіці у передкризовий період. Його розташування праворуч від лінії внутрішнього балансу (або потенційного рівня випуску Y^*) говорить про перевищення сукупного попиту над сукупною пропозицією, що супроводжується підвищенням цін. Позиція вище за рівноважний рівень поточного рахунку платіжного балансу (CA^*) говорить про задоволення надлишкового внутрішнього попиту за рахунок збільшення споживання імпортованих товарів.

На думку експертів МВФ обмінний курс гривні у період до кризи відповідав макроекономічним детермінантам. Одночасно зазначалося: «якщо інфляція утримується, а дефіцит поточного рахунку продовжуватиме зростати, результатом цього може стати завищений реальний обмінний курс» [215].

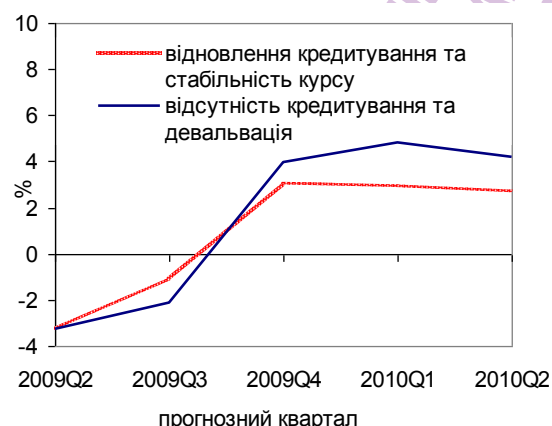


Рис.3.36. Прогнозна оцінка частки чистого експорту у ВВП відповідно до різних сценаріїв

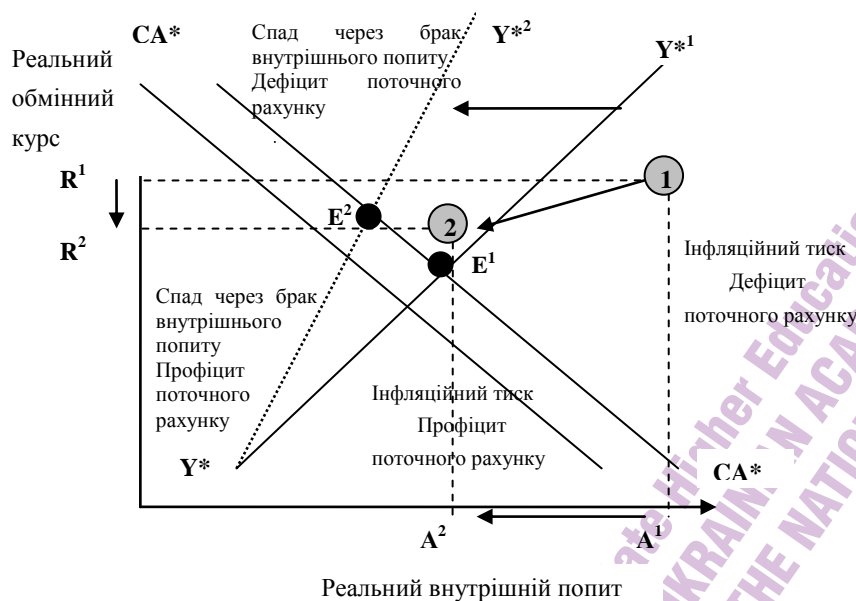


Рис.3.37. Схема досягнення економікою України збалансованого стану, побудована за принципом діаграми Свона.

Внаслідок розгортання світової фінансової кризи, економічні детермінанти змінилися, одночасно, у період перед кризою Україна достатньо довгий період часу накопичувала економічні дисбаланси, такі як прискорення інфляції та розширення дефіциту поточного рахунку платіжного балансу. В результаті у період перед кризою курс був значно завищений, що і відображено на діаграмі.

Після стрімкої девальвації наприкінці 2008 року, рівень реального обмінного курсу змістився з рівня R^1 до рівня R^2 , що мало б наблизити економіку до лінії зовнішньої рівноваги. Одночасно, внутрішнє споживання скоротилось з рівня A^1 до A^2 , що відбулось як через обмеженість фінансових ресурсів, так і через дію балансового ефекту.

Сіре коло «1», яким позначено поєднання внутрішнього та зовнішнього дисбалансів в українській економіці змістилося з у післякризовий період у позицію кола «2». Ці фактори мали б наблизити економіку до збалансованого стану E^1 . Його розташування ліворуч від лінії внутрішнього балансу (або потенційного рівня випуску Y^*) говорить про перевищення сукупної пропозиції над сукупним попитом, що супроводжується зростанням безробіття та дефляцією. Позиція біля рівноважного рівня поточного рахунку платіжного

балансу (CA*) говорить про зовнішню збалансованість економіки.

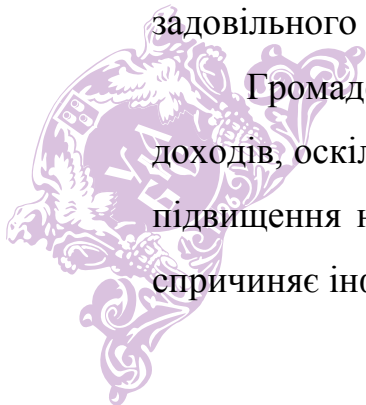
Проте з огляду на неможливість швидкої переорієнтації виробництва на внутрішній ринок, лінія сукупної пропозиції переміщується з U1 до U2. Тобто збалансування економіки на новому рівні E2 вимагає подальшого скорочення внутрішнього попиту. Втім, зростає також і безробіття, що пов'язано з незадіяністю виробничих потужностей експортоорієнтованих галузей.

Для повернення економіки у стан рівноваги в короткостроковій перспективі необхідними є скоординовані заходи фіскальної та монетарної політики для обмеження сукупного попиту.

Можливості монетарної політики по приборканню інфляції, особливо за умов відсутності змін у фіскальній політиці, є досить обмеженими. По-перше, трансмісійний механізм монетарної політики в умовах недосконалості вітчизняного фінансового ринку є слабким. Суттєва зміна вартості ресурсів на міжбанківському ринку та зростання кредитних та депозитних ставок банків, майже не здійснює вплив на обсяги кредитування. По-друге, з огляду на те, що поточна інфляція викликана більшою мірою незалежними від грошово-кредитної політики причинами, боротися з нею лише монетарними заходами було б недоцільно.

Проведення ефективних заходів для відновлення макроекономічної рівноваги неможливе без консолідації всіх гілок влади для вироблення та підтримки єдиного економічного курсу. Прогрес в стабілізації буде лише результатом фундаментальних змін в проведенні економічної політики та усвідомлення, як громадськістю, так і відповідальними за проведення економічної політики особами, що експансивна та непослідовна фіскальна політика попередніх років не виправдала себе та не призвела до стабільного та задовільного економічного зростання, а натомість спричинила високу інфляцію.

Громадська думка має підтримати проведення стриманішої політики доходів, оскільки широкі верстви населення вже усвідомлюють, що прискорене підвищення номінальних доходів не викликає покращення життєвого рівня, а спричиняє інфляцію.



Для збалансування економіки України на макрорівні в короткостроковій перспективі необхідні наступні заходи:

Стримана політика доходів. Доходи мають зростати з урахуванням перспектив розвитку економіки та бажаної траєкторії інфляції.

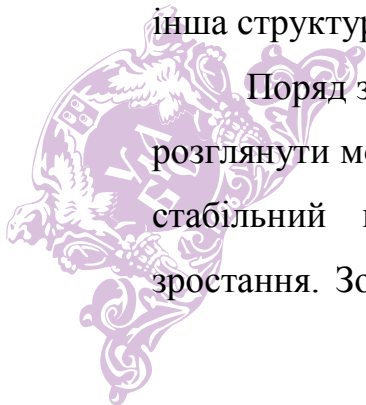
Скорочення розміру державного сектору, проведення антициклічної фіскальної політики, що вимагатиме перегляду показників бюджету вже в поточному році. Пріоритетним має бути саме інвестиційний напрям бюджетної політики.

Координація фіскальної та монетарної політики. Монетарна політика має підтримувати загальний напрям стримуючої економічної політики. При цьому, серед інструментів монетарної політики пріоритетним напрямом має бути процентна політика. Надання ліквідності через канал рефінансування за відносно високими процентними ставками буде охолоджуючим фактором для сукупного попиту, проте дозволить гнучко насичувати економіку грошовими ресурсами.

Перехід до нового монетарного режиму, що базується на ціновій стабільності. Валютний курс фактично вже не виконує ролі номінального якоря, з огляду на те, що його незмінність у широкого загалу не асоціюється з ціновою стабільністю і, відповідно, не формуються необхідні очікування. Крім того, новий номінальний якор необхідний з огляду на перехід до гнучкого курсоутворення.

Ці заходи дозволять привести економіку до збалансованого стану в короткостроковому періоді, проте в довгостроковій перспективі мінімізувати інфляційні ризики може лише висока інноваційна активність, зменшення частки неефективного державного сектора, спрощення умов ведення бізнесу та інша структурні та інституційні перетворення [216].

Поряд з розглядом сценарного прогнозу для кризового періоду є доцільним розглянути можливості монетарної політики у збалансуванні економіки у більш стабільний період, що супроводжуватиметься відновленням економічного зростання. Зокрема, базуючись на VAR-моделі, є можливим оцінити сценарії



вирівнювання платіжного балансу та нівелювання інфляційного тиску.

Для цього обрано саме оцінку сценаріїв гіпотетичного розвитку подій у період перед початком фінансово-економічної кризи у 2008 році.

Розглядаються чотири сценарії розвитку економіки упродовж 4 прогностичних кварталів в залежності від направленості монетарної та бюджетної політики.

Сценарій 1. Базовий сценарій. Висувається припущення щодо відсутності впродовж прогностичного періоду суттєвих змін у макроекономічній політиці. Частка перерозподілу ВВП через бюджет залишається на тому ж рівні, що у 4 попередніх періодах (рис. 3.38). Продовжується поступове знецінення номінального ефективного обмінного курсу (рис.3.39), темпи кредитування залишаються на рівні 4 попередніх періодів (рис.3.40).

Внаслідок незмінного характеру макроекономічної політики та відповідного прискорення інфляції, продовжується подальше зниження реальної відсоткової ставки, негативний рівень якої на кінець періоду досягає близько 3% (рис. 3.41).

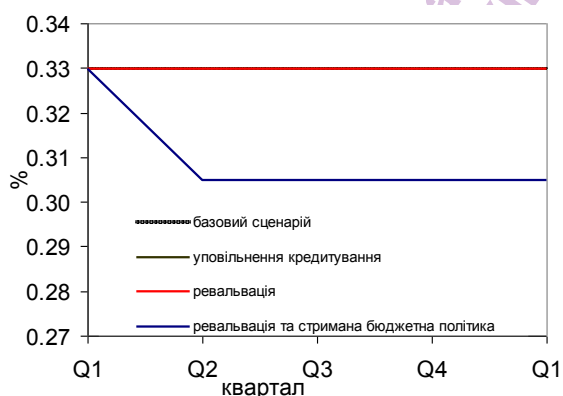


Рис.3.38. Припущення та прогностична оцінка темпів бюджетної політики відповідно до різних сценаріїв

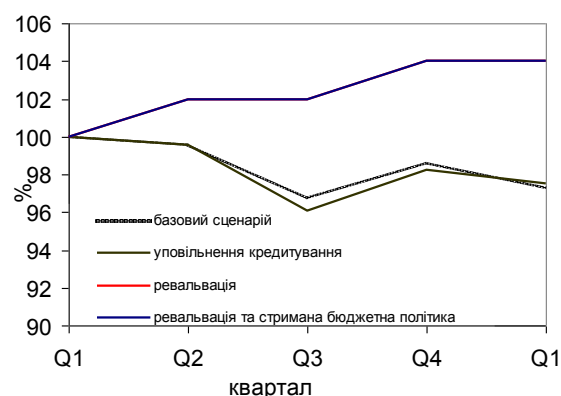


Рис. 3.39. Прогностичні оцінки та припущення щодо валютного курсу відповідно до різних сценаріїв

Сценарій 2. Уповільнення кредитування. За даним сценарієм відбувається пожорсткішання монетарної політики без відповідної реакції зі сторони бюджетної політики (рис. 3.38). Висувається припущення щодо уповільнення темпів кредитування вдвічі порівняно з минулим роком (рис.3.40). Перерозподіл ВВП через бюджет залишається на рівні попереднього періоду.

За прогнозними оцінками номінальний ефективний валютний курс продовжує незначно девальвувати (рис.3.39). Втім, внаслідок уповільнення кредитування відбувається підвищення відсоткових ставок і на кінець прогнозного періоду реальна відсоткова ставка за кредитами досягає позитивного рівня (0.4%) (рис. 3.41).

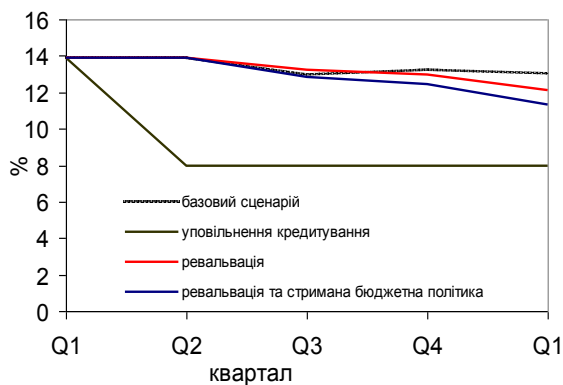


Рис.3.40. Припущення та прогнозна оцінка темпів кредитування відповідно до різних сценаріїв

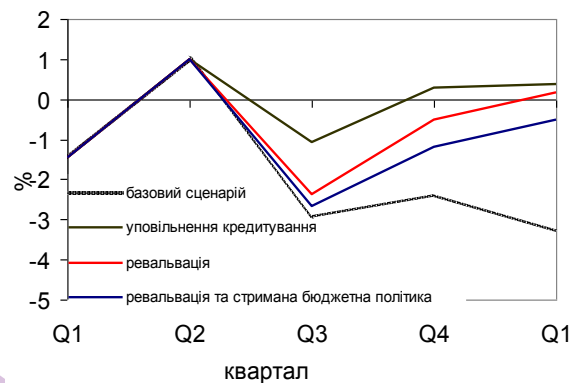


Рис.3.41. Прогнозна оцінка реальної відсоткової ставки за кредитами відповідно до різних сценаріїв

Сценарій 3. Висувається припущення щодо пожорсткішання монетарної політики внаслідок ревальвації номінального ефективного обмінного курсу на 2% протягом кожного з перших двох кварталів прогнозного періоду та 4% ревальвація НЕОК– протягом наступних двох кварталів. У бюджетній політиці змін не відбувається. Внаслідок ревальвації відбувається посилення монетарних умов, що відбивається у незначному зниженні темпів кредитування (на 1% в останньому кварталі порівняно з базовим сценарієм) та підвищення реальних відсоткової ставки до позитивного рівня (до 0.2%).

Сценарій 4. Скоординована антиінфляційна дія монетарної та бюджетної політики. Висувається припущення щодо ревальвації обмінного курсу як і в сценарії 3, проте крім цього бюджетна політика приймає більш стриманий характер, що відображається у зниженні перерозподілу ВВП через бюджет на 2 в.п., що відбувається або внаслідок зниження податкового тиску або направлення додаткових доходів на погашення бюджетного дефіциту. Відповідно до цих припущень, знижуються темпи кредитування у порівнянні з

базовим сценарієм. Також, поступово підвищується реальна відсоткова ставка, проте на відміну від сценарію 3, вона залишається на незначному негативному рівні (0.5%). Зростання кредитної ставки меншою мірою у порівнянні зі сценарієм 3 можна пояснити позитивним впливом від зниження перерозподілу ВВП через бюджет з відповідним вивільненням ресурсів, що певною мірою знижує попит на кредитні ресурси та, відповідно, відсоткові ставки є нижчими.

Відповідно до висунутих припущень та прогнозних оцінок показників грошово-кредитного ринку отримані наступні прогнозні оцінки розвитку економіки.

За сценарієм 1 (базовим) упродовж прогнозних 4 кварталів очікується приріст індексу споживчих цін на рівні 27.4% (рис. 3.43). Частка чистого експорту у ВВП перебуває на негативному рівні і становить 3.9% (рис. 3.42).

Різке уповільнення темпів приросту номінального кредитування (за сценарієм 2) не веде до уповільнення інфляції. Навпаки, її значення вище ніж у базовому сценарії і становить 29%. Її прискорення можна пояснити зниженням пропозиції в економіці внаслідок зниження темпів кредитування. Приріст реального ВВП за цим сценарієм нижчий на 2.3 в.п. у порівнянні з базовим.

Однак, зниження кредитування призводить до значного покращення зовнішньоторговельного сальдо (рис. 3.45). Частка чистого експорту у ВВП досягає позитивного рівня у 3 кварталі прогнозного періоду, а у 4 кварталі знов приймає негативний рівень (-0.8%). Цим підтверджується висунута раніше гіпотеза про ефективність впливу заходів з обмеження кредитування на покращення поточного сальдо платіжного балансу. Одночасно, було показано, що обмеження кредитування не буде мати позитивного ефекту на цінову динаміку, з огляду на те, що прискорення інфляції зумовлене іншими причинами.

Ревальвація номінального ефективного обмінного курсу (сценарій 3) призводить до певного уповільнення інфляції (на 9.5в.п. порівняно з базовим сценарієм) до 17.9% за 4 квартали прогнозного періоду (рис.3.44). При цьому втрати реального випуску від укріплення курсу становлять 1.1 в.п. порівняно з

базовим сценарієм.

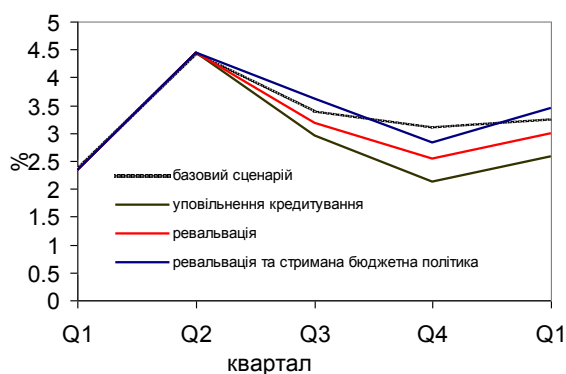


Рис.3.42. Прогнозна оцінка реального ВВП відповідно до різних сценаріїв

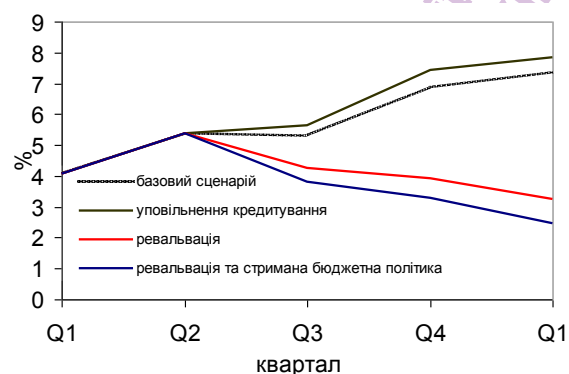


Рис. 3.43. Прогнозна оцінка темпів приросту ІСЦ відповідно до різних сценаріїв

Внаслідок ревальвації номінального курсу відбувається також і ревальвація реального ефективного обмінного курсу, що негативно може позначитись на зовнішній конкурентоспроможності економіки. Однак, внаслідок деякого скорочення внутрішнього попиту, сальдо зовнішньої торгівлі певною мірою покращується. Відповідно до отриманих оцінок, негативна частка чистого експорту у ВВП скорочується на 0.8 в.п. порівняно з базовим сценарієм.

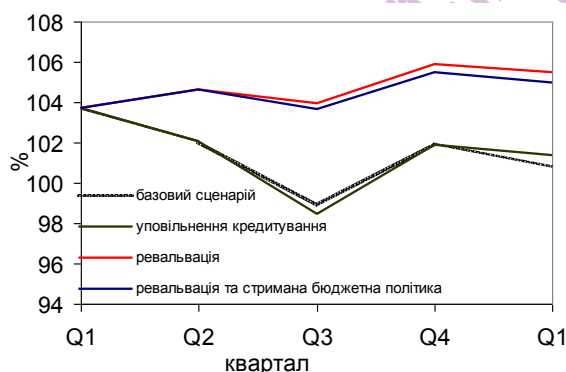


Рис.3.44. Прогнозна оцінка РЕОК відповідно до різних сценаріїв

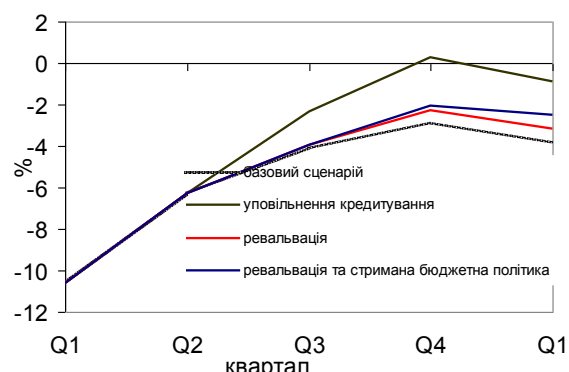


Рис.3.45.Прогнозна оцінка частки чистого експорту у ВВП відповідно до різних сценаріїв

За умов більш стриманої бюджетної політики (за сценарієм 4), ревальвація не призводить до втрат реального зростання. Оцінка приросту реального ВВП за 4 квартали прогнозного періоду навіть незначно вища, ніж за базовим сценарієм. при цьому, досягається більш помітний антиінфляційний

ефект. Оцінка приросту ІСЦ за 4 квартали становить 15.8%, що 2 в.п. нижче ніж за сценарієм 3, за яким пожорсткішання монетарних умов відбувалось без підтримки з боку бюджетної політики. Стримана бюджетна політика також позитивно відбивається на зовнішньоторговельному сальдо. На кінець прогнозного періоду оцінка відношення чистого експорту до ВВП становить - 2.5%, що звужує її на 1.4 в.п. порівняно з базовим сценарієм (табл. 3.11).

Таблиця 3.11

Порівняння прогнозних оцінок за різними сценаріями

Прогнозні показники	Сценарій 1 (базовий)	Сценарій 2 (зниження кредитування)	Сценарій 3 (ревальвація)	Сценарій 4 (ревальвація + заходи бюдж. пол-ки)
ІСЦ, %	27.4	29	17.9	15.8
Чистий експорт у % до ВВП на кінець періоду	-3.9	-0.8	-3.1	-2.5
Втрати реального зростання, в.п.	–	-2,3	-1.1	0

З проведених прогнозних розрахунків з використанням розробленої VAR-моделі можна зробити наступні висновки.

Для кризового періоду:

1. Можливості монетарної політики по стабілізації економіки України вкрай обмеженими через недовіру монетарної трансмісії в умовах кризи.

2. Стимулювання реального зростання за допомогою монетарної експансії за умов негативних девальваційних очікувань не є можливим. Подальша девальвація гривні матиме наслідком зменшення реального випуску та збереження значеного інфляційного тиску.

3. Подальша девальвація національної валюти відповідно не призводить до покращення зовнішньої конкурентоспроможності, оскільки реальний обмінний курс ревальвує через значне зростання інфляційної складової.

4. Збереження вартості гривні матиме наслідком зупинку девальвації та поступове відновлення кредитування. Не дивлячись на збереження високого

рівня відсоткових ставок, стабілізація курсової динаміки та відновлення кредитування призупинить спад в реальному секторі, призведе до дезінфляції та врівноважити сальдо платіжного балансу.

Для подолання інфляції та вирівнювання зовнішніх дисбалансів у періоду стабілізації умов функціонування економіки:

1. Для подолання інфляційного тиску монетарна політика має орієнтуватися не на обмеження номінального обсягу грошової пропозиції, оскільки це призведе лише до втрат випуску, а на збільшення вартості національної грошової одиниці.

2. Зниження кредитної активності дозволить покращити зовнішньоторговельне сальдо, проте не вирішить проблем з інфляцією.

3. Збільшення зовнішньої вартості гривні може бути дієвим засобом подолання інфляції. При цьому, ревальвація не обов'язково буде супроводжуватись погіршенням зовнішньоторговельного балансу.

4. Стримана бюджетна політика у поєднанні з пожорсткішанням монетарних умов дозволить більш ефективно здійснити дезінфляцію, та уникнути втрат реального зростання що асоціюються з цим.

Необхідно зауважити, що прогнози якості розробленої моделі є досить обмеженими як внаслідок зауважень до застосування VAR-моделей, так і в силу включення до неї невеликої кількості змінних. Втім, даний прогноз досить змістовно відображує необхідність скоординованої дії бюджетної та монетарної політик.

3.3. Напрямки підвищення результативності монетарної політики

На основі проведеного дослідження є доцільним окреслити основні напрямки структурних і інституціональних перетворень, які мають знизити ступінь невизначеності дії монетарної трансмісії, підвищити її результативність. З огляду на це доцільно виділити наступні напрямки оптимізації трансмісійного механізму монетарної політики на двох його етапах.

Напрями оптимізації монетарної трансмісії на етапі передачі імпульсу від

монетарних заходів до змінних грошово-кредитного ринку стосуються переважно посилення ролі процентної політики Національного банку України.

Проводячи процентну політику більшість центральних банків розвинених країн віддають перевагу ролі нетто-постачальника коштів на грошовий ринок (тобто коли на ринку присутні структурний дефіцит ліквідності). Як нетто-постачальник засобів центральний банк фактично є монополістом і, як наслідок, має великий вплив на ринок - особливо на процентні ставки [217].

Як вже зазначалося в попередніх розділах даної роботи, в Україні проведення активної процентної політики є значно ускладненим. В докризовий період (2000 – жовтень 2008 р.), за існування ревальваційного тиску на національну валюту, Національний банк здійснював емісію переважно через канал валютного ринку. В таких умовах центральний банк знаходиться в позиції нетто-дебітора, здійснення процентної політики можливе лише шляхом проведення мобілізаційних операцій. Такі операції використовувалися центральними банками Чехії, Словаччини, Польщі, Угорщини та ін.

В кризовий період, проведення процентної політики ще більш ускладнилось. Надлишкова ліквідність утворилась в банківській системі переважно через операції з викупу ОВДП, спрямованих на рекапіталізацію банків, а також рефінансування банків на цілі фінансового оздоровлення. Втім, ці обсяги ліквідності не можуть бути ефективно перерозподілені в умовах недовіри на міжбанківському ринку. В такій ситуації, центральний банк, проводячи операції зі стерилізації надлишкової ліквідності діє в новій ролі «дебітора останньої інстанції».

Проведення процентної політики переважно через здійснення операцій зі стерилізації ліквідності має декілька недоліків. По-перше, коли центральний банк запозичує кошти на грошовому ринку, він вимушений конкурувати з іншими позичальниками і в результаті може мати менше можливостей по впливу на процентну ставку. По-друге, активне застосування мобілізаційних операцій може привабити спекулятивний капітал, що ще більше створює



спекулятивний тиск на національну валюту. По-третє, зазначені операції пов'язані зі значними витратами центрального банку, що хоча і не є вирішальним фактором, однак може бути складним з політичної точки зору.

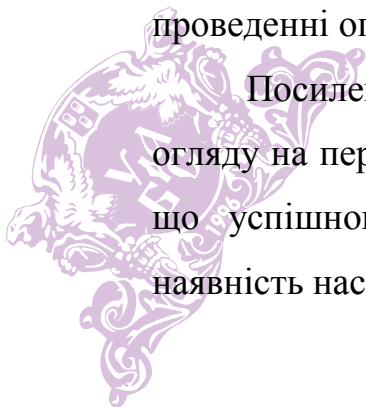
Інший можливий захід - це коригування нормативів резервування з метою підвищення попиту на резерви, що дозволяє перетворити автономний надлишок на чистий дефіцит ліквідності. З огляду на те, що притік валютних ресурсів є досить волатильним – рівень банківської ліквідності піддається значним коливанням, отже необхідне постійне коригування нормативів обов'язкових резервів. Проте обов'язкове резервування належить до «негнучких» інструментів грошово-кредитної політики, і часта зміна його нормативів буде негативно сприйматися ринком, оскільки привнесе значну нестабільність в його роботу, ускладнить управління ліквідністю для банків.

Багато країн з перехідною економікою, що перейшли до таргетування інфляції, спочатку мали структурний надлишок ліквідності, оскільки тенденції, які створювали в цих країнах умови для переходу до нового режиму, також приводили до масштабних потоків припливу капіталу, що могли бути стерилізовані лише частково.

Щоб перейти від позиції нетто-кредитора до позиції нетто-дебітора, центральні банки Чеської Республіки і Польщі прийняли заходи по підвищенню ефективності ринку державних цінних паперів і почали емітувати цінні папери центрального банку, щоб абсорбувати надмірну ліквідність в їх фінансових системах.

Крім того, розвиток ринку державних цінних паперів може значно полегшити управління банківською ліквідністю центральним банком з позиції нетто-кредитора, оскільки вирішується проблема отримання якісної застави при проведенні операцій з рефінансування.

Посилення ролі процентної політики стає більш актуальним завданням з огляду на перехід до гнучкого валютного курсу. Широко визнаним є той факт, що успішного переходу до плаваючого валютного курсу необхідно є наявність наступних передумов [218]:



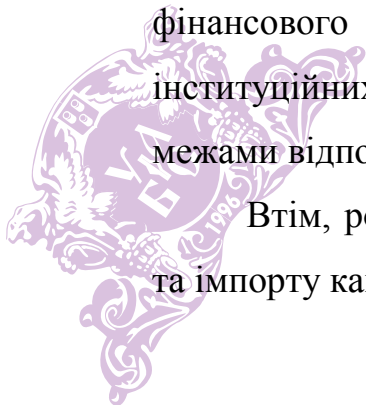
- розвиток глибокого та ліквідного валютного ринку;
- встановлення адекватної системи управління валютними ризиками;
- формулювання узгодженої політики інтервенцій, що відповідає новому режиму;
- встановлення відповідного номінального якоря в контексті нового режиму монетарної політики.

Звичайно, що український валютний ринок є неглибоким та мало ліквідним, а для розвитку систем управління валютним ризиком просто не було мотивації через стабільність валютного курсу. Однак, як відмічають автори, що досліджують питання валютної політики: гнучкість валютного курсу вимагає глибокого ринку та кращого ризик-менеджменту, проте глибокий ринок та зважений ризик-менеджмент в свою чергу вимагають гнучкості валютного курсу [218].

Як демонструє світовий досвід (наприклад, Ізраїль, Польща, Чехія), на початкових етапах поступового переходу до більш гнучкого валютного режиму валютний ринок був неліквідним та недорозвиненим, з явним домінуванням на ньому центрального банку. Проте з поступовим розширенням меж коливань валютного курсу, місткість ринку розширювалась, збільшувалась ліквідність завдяки зростанню обсягів операцій [219]. Крім того, якщо центральний банк допускає певну гнучкість номінального курсу, економічні агенти починають розуміти, що курсові коливання можливі як в бік поцінювання, так і знецінення національної валюти, отже виникає мотивація для розробки систем оцінки та управління валютним ризиком, а також необхідність у інструментах його хеджування.

Напрями оптимізації монетарної трансмісії на етапі впливу показників фінансового та валютного ринків на сукупний попит передбачають низку інституційних та структурних перетворень, що значною мірою лежать поза межами відповідальності центрального банку.

Втім, роль центрального банку є досить значною у регулюванні експорту та імпорту капіталу.



Необхідно розрізняти який саме капітал заходить в країну та цілі, на які він має використовуватись. Тобто всіляко необхідно протидіяти проникненню спекулятивного капіталу, який має непродуктивні для внутрішнього ринку цілі.

Щодо змісту таких заходів, можна зазначити, що це мають бути саме заходи наглядового, пруденційного характеру. Особливо це стосується необхідності нагляду за міжбанківськими потоками капіталу.

При цьому, краще робити обмеження на рух капіталу ринковими методами, тобто не за рахунок заборони на проведення певних операцій (приміром по залученню короткострокового боргу), а за рахунок здороження таких операцій для суб'єктів ринку. Запроваджуючи такі обмеження, необхідно заздалегідь планувати умови та механізм їх скасування у подальшому по мірі розвитку ринкової інфраструктури.

Необхідність лібералізації руху міжнародного капіталу для окремої країни може виникати лише в міру розвитку її ринкової інфраструктури. Чим вище розвиток ринкової інфраструктури окремої країни, тим стабільнішим є приплив капіталу.

При цьому, про розвиток ринкової інфраструктури свідчать наступні фактори: підзвітність та прозорість ринку, політична стабільність, результативність політики уряду, якість регуляторної політики, верховенство права, контроль за корупцією. Емпіричні спостереження доводять: чим більше розвинений ринок за цими показниками, тим більше готова країна для притоку капіталів, і тим він стабільніший [220].

З огляду на зазначене, повній лібералізації руху капіталу за фінансовим рахунком платіжного балансу в Україні має передувати розвиток інституційного середовища (передбачуваність урядової політики, верховенство права і т.і.) та розвиток інфраструктури фінансового ринку. В протилежному випадку, притік капіталу може мати деструктивний для економіки характер.

Зі зменшенням напруження у світовій фінансовій системі трансграничні міжбанківські потоки капіталу можуть відновитись швидше ніж очіувалось,

що дасть можливість банкам з країн, що розвиваються відновити пропозицію кредитів в іноземній валюті.

Одночасно, в країнах, що розвиваються може знову зрости попит на кредити в іноземній валюті, незважаючи на попередній негативний досвід позичальників. Тому, у разі раптової значної девальвації, суб'єкти ринку очікуватимуть поступової ревальвації курсу, що буде стимулом для прийняття боргових зобов'язань в іноземній валюті.

З огляду на зазначене, логічним буде збереження жорстких вимог пруденційного характеру для банківського кредитування в іноземній валюті, навіть після початку виходу економіки з фінансової кризи.

Розвиток фінансового ринку. Розвиток фінансового ринку може значною мірою підсилити дієвість монетарної трансмісії. Серед заходів по розвитку фінансового ринку можна виділити наступні:

- підтримка конкурентного середовища на ринку банківських послуг і фінансовому ринку в цілому, що буде сприяти підвищенню еластичності відсоткових ставок в реальний сектор економіки до зміни стану монетарної політики;
- посилення законодавчого захисту прав інвесторів, що дозволить ефективно перерозподіляти фінансові ресурси через фондовий ринок, залучити до участі на ринку ресурси дрібних інвесторів. Це дозволить підтримувати ліквідність ринку, збільшувати його обсяги та спрацювати механізмам ціноутворення;
- створення відповідної інфраструктури зробить фондовий ринок більш динамічним та буде стимулювати проведення торгів на його організованому сегменті.

Стимулюючу роль в розвитку фондового ринку може відіграти політика по випуску державних цінних паперів. Шляхом випуску цінних паперів з різними термінами і з привабливою доходністю уряд може давати ринку необхідні орієнтири по прибутковості, значною мірою підтримувати його ліквідність.

Подолання негативних інфляційних очікувань. Центральний банк може

внести значний вклад в оптимізацію дії монетарної трансмісії, перш за все шляхом подолання негативних інфляційних очікувань, що пов'язано з проблемою довіри до його дій.

Як відзначає в своїй роботі К.Смідкова, в ситуації нестабільних інфляційних очікувань можливі два варіанти поведінки центрального банку: «імпортувати» довіру шляхом встановлення жорсткої валютної прив'язки або встановити довіру з внутрішніх ресурсів – шляхом оголошення відкритої цілі монетарної політики (в більшості випадків по інфляції), поступово збільшуючи прозорість в ухваленні рішень. Тоді як перший тип рішень дає найбільш швидкі результати – його існування недовговічне. Вирішення проблеми по другому шляху займає триваліший час, проте інфляційні очікування закріплюються успішніше, ніж при використанні різних типів фіксації обмінного курсу [120].

Таким чином, проявляється взаємопідсилююча дія. Проголошення і виконання цілі по ціновій стабільності центральним банком має стабілізуючу дію на інфляційні очікування. В той же час, при закріпленні інфляційних очікувань на потрібному рівні, монетарна політика стає результативнішою в досягненні своєї мети, оскільки трансмісійний механізм стає дієвішим.

Дедоларизація. Р.Піонтковській, при дослідженні причин доларизації в країнах Центральної і Східної Європи (у тому числі і в Україні), зробив висновок, що «підвищення відносної прибутковості внутрішніх активів не веде до зниження доларизації, якщо воно супроводжується збільшенням мінливості інфляції» [221]. Отже, мінлива (не обов'язково висока) інфляція може бути головною причиною стійкої доларизації.

Вважається, що адміністративні заходи, направлені на дедоларизацію не мають успіху. До доларизації призводить насамперед макроекономічна стабілізація та процеси дезінфляції (приклад, Ізраїль) [222]. Потрібно відзначити, що значних успіхів в дедоларизації останнім часом вдалося досягти у низці країн, які перейшли до прямого таргетування інфляції (Туреччина, Перу). Ці результати підтверджують думку, що перехід до гнучкішого курсоутворення і зниження мінливості інфляції можуть сприяти дедоларизації і

таким чином підвищити ефективність монетарної трансмісії.

Координація з фіскальною політикою. Прогрес в стабілізації та швидкому економічному зростанні має бути результатом фундаментальних змін в проведенні економічної політики, а також наслідком впливу деяких соціальних та політичних чинників. По-перше, усвідомлення, як громадськістю, так і відповідальними за проведення економічної політики особами, що експансивна та непослідовна фіскальна політика попередніх років не виправдала себе та не призвела до стабільного та задовільного економічного зростання, натомість спричинивши високу інфляцію та ріст фіскального дисбалансу.

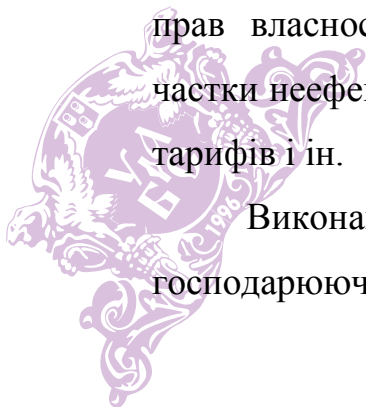
Хоча завданнями даної роботи не передбачають розгляд питань координації фіскальної та монетарної політики, проте в загальних рисах можна навести основні завдання, що посилять дієвість монетарної трансмісії:

- розділення сфер відповідальності у протидії інфляції між Урядом та Національним банком;
- підвищення прозорості фіскальної політики шляхом впровадження середньострокового бюджетного планування;
- проведення виваженої та передбачуваної політики в сфері соціальних платежів;
- усунення квазі-бюджетних дисбалансів.

Заходи структурного характеру. Дії, які сприятливо відобразилися б на дієвості монетарної трансмісії (у контексті структурних реформ) співпадають з напрямками економічної політики держави і значною мірою знаходяться поза впливом центрального банку.

Серед заходів структурної політики, направлених на поліпшення ефективності економічної системи в цілому можна виділити наступні: захист прав власності, створення чесного конкурентного середовища, зменшення частки неефективного державного сектора, зниження частки регульованих цін і тарифів і ін.

Виконання цих заходів дозволить створити прозоріші умови для господарюючих суб'єктів і знизити частку невизначеності в економіці, що дасть



можливість ухвалювати довгострокові інвестиційні рішення, також зменшить частку «тіньової» економіки.

В той же час, переорієнтація економіки на потреби внутрішнього ринку значною мірою може знизити її вразливість перед зовнішньоекономічними шоками і зменшити домінуючу роль валютного каналу трансмісійного механізму.

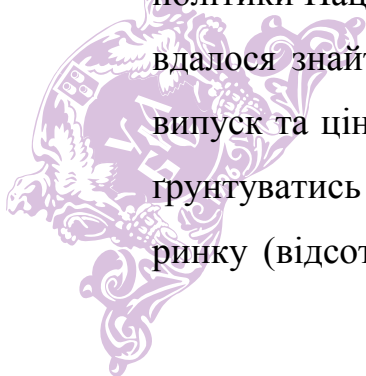
У міру розвитку перехідної економіки, при успішному здійсненні частково згаданих вище структурних і інституційних перетворень, знижуватиметься і ступінь невизначеності дії монетарної трансмісії, підвищується її дієвість.

Значна частина дій, які відобразилися б сприятливо на результативності грошово-кредитної політики, співпадають з метою економічної політики держави і знаходяться поза впливом центрального банку.

З боку центрального банку дії по оптимізації монетарної трансмісії в основному полягають в стабілізації інфляційних очікувань і усунення значної частки невизначеності у дії каналу валютного курсу. Цих цілей можна досягти шляхом встановлення режиму, заснованого на забезпеченні цінової стабільності, підвищення довіри до дій політики центрального банку.

Висновки до розділу 3.

1. Дослідження монетарного трансмісійного механізму за допомогою VAR моделей дало можливість виявити суттєві його риси. Підтверджено гіпотезу про наявність явища раціонування кредиту на грошово-кредитному ринку України, що підсилює дію кредитного каналу та свідчить про низьку еластичність попиту на кредити за ставкою відсотка. Домінування раціонування кредиту призводить до зниження результативності процентної політики Національного банку у впливі на умови кредитування. Як наслідок, не вдалося знайти підтвердження впливу відсоткових ставок банків на реальний випуск та цінову динаміку. За таких умов, рішення монетарної політики мають ґрунтуватись не лише на цінових параметрах розвитку грошово-кредитного ринку (відсоткові ставки), а і приділяти значну увагу кількісним показникам



(рівень монетарної ліквідності, обсяги кредитування).

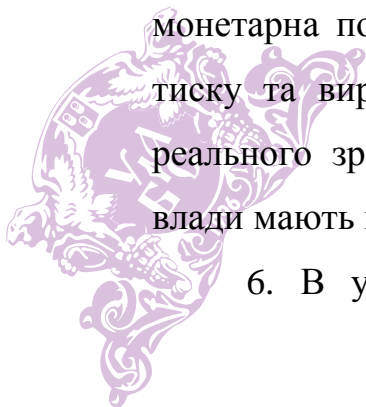
2. Підтверджено достатньо високу потенційну результативність монетарної політики у впливі на показники чистого експорту не лише через зміни у валютному курсі, а і через вплив на сукупний попит з боку обсягів кредитування та відсоткових ставок. Цінові очікування досить суттєво та швидко проявляють себе як відносно інвестиційних, так і споживчих рішень, що містить потенційні переваги для монетарної політики у разі успішного управління очікуваннями.

3. В цілому, дія монетарного трансмісійного механізму в економіці України характеризується значною невизначеністю і не дозволяє повною мірою використовувати монетарні важелі при регулюванні макроекономічних процесів.

4. Основні напрямки структурних і інституціональних перетворень, здійснення яких має знизити ступінь невизначеності дії монетарної трансмісії сприятливо відобразитися на результативності монетарної політики, частково співпадають з метою економічної політики держави і знаходяться поза впливом центрального банку. З боку центрального банку дії по оптимізації монетарної трансмісії в основному полягають в стабілізації інфляційних очікувань і усунення значної частки невизначеності у дії каналу валютного курсу. Цих цілей можна досягти шляхом встановлення режиму, заснованого на забезпеченні цінової стабільності, підвищення довіри до дій політики центрального банку.

5. Побудовані моделі дають можливість провести сценарні розрахунки щодо результативності монетарної політики у досягненні економікою збалансованого стану. У періоди позитивної динаміки реального сектору монетарна політика є достатньо результативною у нівелюванні інфляційного тиску та вирівнюванні зовнішніх дисбалансів. Однак для уникнення втрат реального зростання та підсилення антиінфляційного ефекту дії монетарної влади мають підтримуватись з боку бюджетної політики.

6. В умовах кризи можливості монетарної політики по стабілізації



економіки України є вкрай обмеженими через неефективність монетарної трансмісії. Стимулювання реального зростання за допомогою монетарної експансії за умов негативних девальваційних очікувань не є можливим, оскільки подальша девальвація гривні матиме наслідком зменшення реального випуску та збереження значеного інфляційного тиску. Втім збереження високого рівня відсоткових ставок, стабілізація курсової динаміки та відновлення кредитування зупиняє спад в реальному секторі, призводить до дезінфляції та врівноваження сальдо платіжного балансу.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано в статтях [194, 207, 211, 223].



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

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

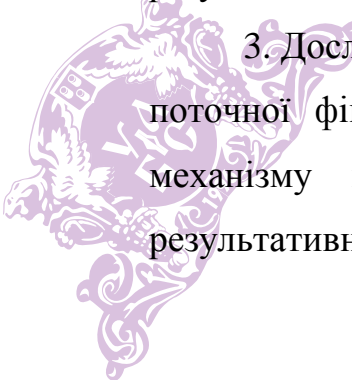
ВИСНОВКИ

У дисертації подано теоретичне узагальнення і нове вирішення наукової задачі, що полягає в розвитку науково-методичних основ оцінки результативності грошово-кредитної політики, розробці практичних рекомендацій, направлених на підвищення дієвості монетарних важелів регулювання макроекономічних процесів.

1. Ціллю грошово-кредитної політики, виходячи з її здатності впливати лише на сукупний попит, має бути сприяння збалансованому економічному розвитку. Таким чином, результатом реалізації успішної грошово-кредитної політики є забезпечення макроекономічної рівноваги через регулювання потреб грошової пропозиції відповідно до потреб економіки. Виходячи з цього, результативність грошово-кредитної політики автором розглядається як характеристика її спроможності за допомогою монетарних механізмів та інструментів підтримувати збалансований економічний розвиток.

2. Обґрунтовано, що необхідною умовою, яка визначає результативність грошово-кредитної політики та межі її ефективного застосування, є дієвість трансмісійного механізму монетарної політики. Відлагоджена дія механізму монетарної трансмісії є необхідною, проте недостатньою умовою результативності монетарної політики. Його дія має спиратися на відповідний структурі економіки монетарний режим, який визначає пріоритетність цілей грошово-кредитної політики. І, навпаки, вибір монетарного режиму зумовлюється рівнем розвитку монетарної трансмісії. Таким чином, автором доведено, що монетарний режим та механізм монетарної трансмісії є тісно пов'язаними категоріями, а їх роль у результативності грошово-кредитної політики є визначальною.

3. Дослідження прикладів найбільш масштабних валютних криз та поточної фінансової кризи дає підстави стверджувати, що застосування механізму гнучкого курсоутворення є необхідним для підвищення результативності монетарної політики у протидії зовнішнім шокам. На основі



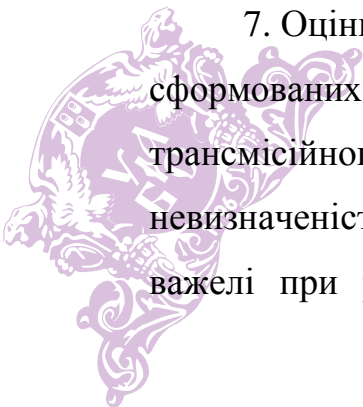
застосування гнучкого курсоутворення досягається розвиток монетарної трансмісії, за рахунок чого підвищується дієвість монетарних інструментів.

4. На основі аналізу структурних та інституціональних властивостей вітчизняної економіки, які є релевантними для результативності монетарної політики Національного банку України, виокремлено фактори, які привносять суттєву невизначеність та асиметричність в дію монетарної трансмісії. До таких факторів автор відносить: низький ступінь розвитку фінансового ринку, значний рівень доларизації відкритості економіки, нестабільність інфляційних очікувань тощо.

5. Запропоновано використання як показника, що характеризує спрямованість монетарної політики, банківську ліквідність, що разом з раніш використовуваним показником ціни банківських резервів дозволяє виявити суттєві риси функціонування міжбанківського ринку в умовах недостатньо ефективного перерозподілу ресурсів на ньому та, відповідно, недостатньої інформативності показників їх вартості (відсоткові ставки).

6. Обґрунтовано включення до моделей монетарної трансмісії кількісних показників кредитної активності банків, що дозволяє більш комплексно емпірично підтвердити існування на грошово-кредитному ринку явища раціонування кредиту, що свідчить про переважаючу дію кредитного каналу в трансмісійному механізмі. Крім того, автором підтверджено вплив на поточний рахунок платіжного балансу кількісних показників кредитної активності. Переважання кредитного каналу трансмісійного механізму хоча і дозволяє здійснювати вплив на сукупний попит за допомогою монетарних важелів, проте значно звужує сферу дії монетарної політики, робить її вплив асиметричним та ускладнює вплив монетарної влади через відсоткові ставки.

7. Оцінка результативності грошово-кредитної політики на основі сформованих методичні підходів дозволила виявити, що дія монетарного трансмісійного механізму в економіці України характеризується значною невизначеністю і не дозволяє повною мірою використовувати монетарні важелі при регулюванні макроекономічних процесів. Низька значимість

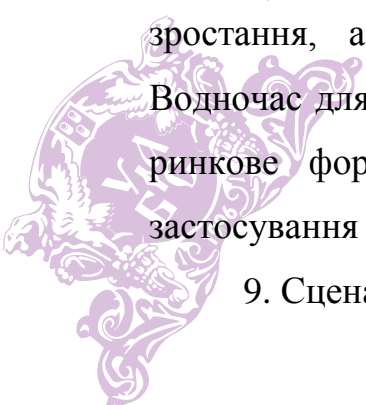


каналу відсоткових ставок значно обмежує передбачуваність дії монетарної політики у впливу на реальний сектор економіки та позбавляє її гнучкості. Майже незадіяними виявляються канали монетарної трансмісії, дія яких спирається на роботу фондового ринку, що значною мірою послаблює результативність монетарної політики в регулюванні сукупного попиту.

8. На основі проведеного аналізу визначено основні напрямки структурних і інституціональних перетворень, втілення яких у практику має позитивно позначитися на результативності монетарної політики та знизити ступінь невизначеності дії монетарної трансмісії. З боку центрального банку дії по оптимізації монетарної трансмісії в основному полягають в стабілізації інфляційних очікувань і усуненні значної частки невизначеності у дії каналу валютного курсу. Цих цілей можна досягти шляхом встановлення режиму, заснованого на забезпеченні цінової стабільності, який має бути більш гнучким за режим інфляційного таргетування та враховувати перспективний розвиток економічних процесів в комплексі, не обмежуючись прогнозом інфляції.

Проведено сценарний прогноз на основі розроблених моделей, який свідчить про достатньо високу результативність монетарної політики у досягненні економікою збалансованого стану у періоди економічного зростання. Проте для уникнення втрат реального зростання та підсилення антиінфляційного ефекту дії монетарної влади мають підтримуватись з боку бюджетної політики. Для подолання інфляційного тиску монетарна політика має орієнтуватися не на обмеження номінального обсягу грошової пропозиції, оскільки це хоча і дозволить покращити зовнішньоторговельне сальдо, проте не вирішить проблем з інфляцією та призведе до втрат зростання, а на збільшення вартості національної грошової одиниці. Водночас для дієвого впливу на вартість національної валюти необхідним є ринкове формування валютного курсу, що є аргументом на користь застосування гнучкого курсоутворення.

9. Сценарними розрахунками підтверджено, що в умовах кризи



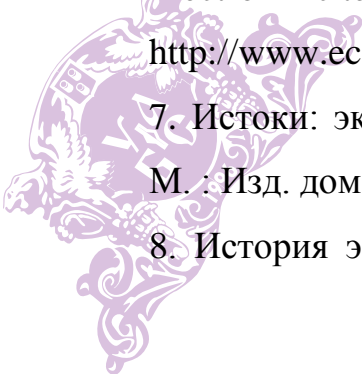
можливості монетарної політики по стабілізації економіки України є вкрай обмеженими через недовість монетарної трансмісії з огляду на проблеми функціонування фінансового сектора. Стимулювання реального зростання за допомогою монетарної експансії за умов негативних девальваційних очікувань не є можливим, оскільки подальша девальвація гривні матиме наслідком зменшення реального випуску та збереження значного інфляційного тиску. Незважаючи на це, монетарна політика може мати певний стабілізаційний ефект за рахунок збереження належного рівня відсоткових ставок, що разом зі стабілізацією курсової динаміки та поступовим відновленням кредитування врівноважить реальний сектор, сприятиме дезінфляції та врівноваженню поточного рахунку платіжного балансу.

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



СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Hume D. Of interest // Essays, Moral, Political, and Literary [Electronic resource] / Library of Economics and Liberty. – Electronic text data. – Indianapolis: Liberty Fund, Inc, [199–]. – Mode of access: <http://www.econlib.org/library/LFBooks/Hume/hmMPL.html>. – Title from the screen.
2. Smith A. Of the Origin and Use of Money // An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations [Electronic resource] / Library of Economics and Liberty. – Electronic text data. – Indianapolis: Liberty Fund, Inc, [199–]. – Mode of access: <http://www.econlib.org/library/Smith/smWN.html>. – Title from the screen.
3. Смит А. Исследование о природе и причинах богатств народов [Текст] / А. Смит // Антология экономической классики. – М.: Эконов-Ключ, 1993. – Т. 1. – С. 329.
4. Say J.–B. A Treatise on Political Economy [Electronic resource] / trans. C. R. Prinsep, ed. Clement C. Biddle; Library of Economics and Liberty. – Electronic text data. – Indianapolis: Liberty Fund, Inc, [199–]. – Mode of access: <http://www.econlib.org/library/Say/sayT.html>. – Title from the screen.
5. Ricardo D. On the Principles of Political Economy and Taxation [Electronic resource] / Library of Economics and Liberty. – Electronic text data. – Indianapolis: Liberty Fund, Inc, [199–]. – Mode of access: <http://www.econlib.org/library/Ricardo/ricP.html>. – Title from the screen.
6. Mill J.S. Principles of Political Economy with some of their Applications to Social Philosophy [Electronic resource] / Library of Economics and Liberty. – Electronic text data. – Indianapolis: Liberty Fund, Inc, [199–]. – Mode of access: <http://www.econlib.org/library/Mill/mlP.html>. – Title from the screen.
7. Истоки: экономика в контексте истории и культуры [Текст] : сборник. – М. : Изд. дом ГУ ВШЭ, 2004. – 583 с. – ISBN 5-7598-0071-X.
8. История экономических учений (современный этап) [Текст] : учебник /



- Под общ. ред. А.Г. Худокормова. – М. : ИНФРА–М, 1998. – 733 с.
9. Кейнс, Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег [Текст] : пер. с англ. / Дж.М. Кейнс; Общ. ред. и предисл. А.Г.Милейковского, И.М.Осадчей. – М. : Прогресс, 1978. – 494 с.
10. Blinder A. S. Keynesian Economics [Electronic resource] / A. S. Blinder // The Concise Encyclopedia of Economics – Electronic text data. – Indianapolis: Liberty Fund, Inc, [199–]. – Mode of access: <http://www.econlib.org/library/Enc/KeynesianEconomics.html>. – Title from the screen.
11. Phillips A. W. The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861–1957/ A. W. Phillips // *Economica*. – 1958. – Volume 25. – P. 283–299.
12. Кейнс, Дж. М. Избранные произведения [Текст] : пер. с англ. / Дж.М. Кейнс; Предисл., коммент., сост. А.Г. Худокормов. – М. : Экономика, 1993. – 543 с. – (Экономическое наследие). – Пер. изд. : . – ISBN 5–282–01544–7.
13. Friedman M. The Role of Monetary Policy [Text] / M. Friedman // *The American Economic Review*. – 1968. – Vol. 58, № 1. – P. 1–17.
14. Фридмен М. Основы монетаризма [Текст] / М. Фридмен; Под науч. ред. Д.А. Козлова. – М. : Теис, 2002. – 175 с. – ISBN 5–7218–0451–3.
15. Phelps E. S. Money–wage dynamics and labour market equilibrium [Text] // *Journal of Political Economy*. – 1968. – Volume 76. – P. 678–711.
16. Деньги [Текст] : сборник / Сост., авт. вступ. ст. А. А. Чухно. – К. : Україна, 1997. – 510 с. – Пер. изд. : . – ISBN 966–524–015–3.
17. Фридмен М. Количественная теория денег [Текст] : монография / М. Фридмен. – М. : Эльф пресс, 1996. – 131 с.
18. Фридмен М. Если бы деньги заговорили... [Текст] : монография / М. Фридмен; Пер с англ. – М. : Дело, 1998. – 160 с. – (Экономика: идеи и портреты). – Пер. изд. : . – ISBN 5–7749–0043–6.
19. Friedman M. A Monetary History of the United States: 1867–1960 [Text] : A

Study by the National Bureau of Economic Research, New York / M. Friedman, A.J. Schwartz, 1993. – 860 p.

20. 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/Monetarism.html>. – Title from the screen.

21. Weintraub E. R. Neoclassical Economics [Electronic resource] / E. R. Weintraub // The Concise Encyclopedia of Economics – Electronic text data. – Indianapolis: Liberty Fund, Inc, [199–]. – Mode of access: <http://www.econlib.org/library/Enc/NeoclassicalEconomics.html>. – Title from the screen.

22. Sargent Th. J. Rational Expectations [Electronic resource] / Th. J. Sargent // The Concise Encyclopedia of Economics – Electronic text data. – Indianapolis: Liberty Fund, Inc, [199–]. – Mode of access: <http://www.econlib.org/library/Enc/RationalExpectations.html>. – Title from the screen.

23. Shaw J. S. Public Choice Theory [Electronic resource] / J. S. Shaw // The Concise Encyclopedia of Economics – Electronic text data. – Indianapolis: Liberty Fund, Inc, [199–]. – Mode of access: <http://www.econlib.org/library/Enc/PublicChoiceTheory.html>. – Title from the screen.

24. King R. New Classical Macroeconomics [Electronic resource] / R. King // The Concise Encyclopedia of Economics – Electronic text data. – Indianapolis: Liberty Fund, Inc, [199–]. – Mode of access: <http://www.econlib.org/library/Enc/NewClassicalMacroeconomics.html>. – Title from the screen.

25. Walker D. L. Austrian Economics [Electronic resource] / D. L. Walker // The Concise Encyclopedia of Economics – Electronic text data. – Indianapolis: Liberty Fund, Inc, 2002. – Mode of access: <http://www.econlib.org/library/Enc/AustrianEconomics.html>. – Title from the screen.

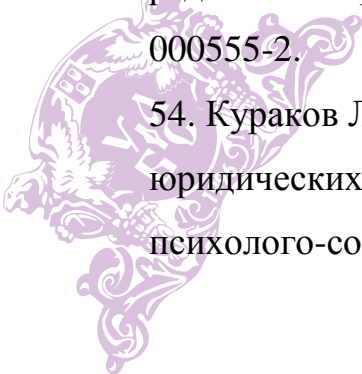
26. Mankiw N. G. New Keynesian Economics [Electronic resource] /



- N. G. Mankiw // The Concise Encyclopedia of Economics – Electronic text data.
– Indianapolis: Liberty Fund, Inc, 2002. – Mode of access:
<http://www.econlib.org/library/Enc/NewKeynesianEconomics.html>. – Title from
the screen.
27. Лепушинський В.О. Правила встановлення центральним банком цільових
процентних ставок: проблеми визначення та застосування [Текст] /
В.О. Лепушинський // Проблеми та перспективи розвитку банківської
системи України. Т14. : зб. наук. пр. – Суми : УАБС НБУ, 2005. – С. 188–194.
28. Papademos L. Economic Cycles and Monetary Policy [Electronic resource] :
Speech delivered at the International Symposium of the Banque de France on
“Monetary Policy, the Economic Cycle and Financial Dynamics”. –Paris, 2003. – 7
March 2003. – Mode of access: <http://www.ecb.int>. – Title from the screen.
29. The monetary policy of the ECB 2004 [Text]. – Frankfurt am Main: ECB,
2004. – 167 p.]
30. Tobin J. Monetary Policy [Electronic resource] / N. G. Mankiw // The Concise
Encyclopedia of Economics – Electronic text data. – Indianapolis: Liberty Fund,
Inc, 2002. – Mode of access: [http://www.econlib.org/library/Enc/
MonetaryPolicy.html](http://www.econlib.org/library/Enc/MonetaryPolicy.html). – Title from the screen.
31. Лепушинський В.О. Цілі монетарної політики та еволюція поглядів на її
роль в макроекономічному регулюванні [Текст] / В.О. Лепушинський //
Економіка України : проблеми економічного розвитку. Колективна
монографія. / За ред. В.Ф. Бесєдіна, А.С. Музиченка. – Київ : НДЕІ, 2007. –
С.158–166.
32. Закон України «Про Національний банк України» [Текст] // Відомості
Верховної Ради України. – 1999– № 29. – С. 238.
33. Финансово-экономический словарь [Текст]. – М.: Изд-во «Финансы и
статистика», 1986 – С. 338.
34. Коноплицкий В., Филина А. Это – бизнес: Толковый слов. экон. терминов
[Текст] / В.Коноплицкий, А.Филина. – Киев: Альтерпрес, 1996.– 448 с., ил.

35. Словарь банковских терминов [Текст] / Под ред. Э.А. Уткина. – М.: АКАЛИС, 1997. – 303 с.
36. Гальчинський А. С. Теорія грошей [Текст] : навч.-метод. посіб / А.С. Гальчинський. – 4-е вид., змін. і доп. – К. : Основи, 2001. – 411 с. – ISBN 966-500-020-9.
37. Козюк В. В. Центральний банк і грошово-кредитна політика [Текст] : навч. посібник для вузів / В.В. Козюк. – Тернопіль : Джура, 1999. – 269 с. – ISBN 5-7763-1787-8.
38. Лютий, І. О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки [Текст] : монографія / І.О. Лютий. – К. : Атіка, 2000. – 240 с. – ISBN 966-7714-07-01.
39. Економічний словник-довідник [Текст] / За ред. С.В. Мочерного. – К. : Femina, 1995. – 368 с. – (Nota bene). – ISBN 5-7707-8835-6.
40. Ющенко В. А. Гроші: розвиток попиту та пропозиції в Україні [Текст] / В.А. Ющенко, В.І. Лисицький. – 2-е вид., перероб. та доп. – К. : Скарби, 2000. – 336 с. : іл. – (Добробут нації). – ISBN 966-95038-7-6.
41. Галицкая С. В. Деньги. Кредит. Финансы [Текст] : учеб. пособие / С. В. Галицкая. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Эксмо, 2008. – 731 с. – (Высшее экономическое образование). – ISBN 978-5-699-18174-2.
42. Макконнелл К. Р. Аналітична економія. Принципи, проблеми і політика. Частина 1. Макроекономіка [Текст] : монографія / К.Р. Макконнелл, С.Л.Брю; Пер. з англ. – 13-те видання. – Львів : Просвіта, 1997. – 671 с. – ISBN 966-537-075-8.
43. Савченко А. Г. Макроекономіка [Текст] : учебное пособие / А.Г. Савченко, Г.О. Пухтаєвич, О.М. Тітьонко. – К. : Либідь, 1999. – 288 с. – ISBN 966-06-0121-2.
44. Greenspan A. Rules vs. discretionary monetary policy [Text] : Remarks at At the 15th Anniversary Conference of the Center for Economic Policy Research at Stanford University. – Stanford, California, 1997 – September 5, 1997. – 4 p.

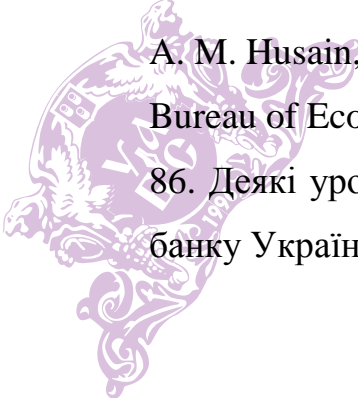
45. Greenspan A. "Opening Remarks" in Achieving Price Stability [Text] // Publications of Federal Reserve Bank of Kansas City. – Kansas City, 1996. – 6 p.
46. Енциклопедія банківської справи України [Текст]. – К. : Молодь : Ін Юре, 2001. – 679 с. : іл. – ISBN 966-7615-21-9.
47. Долан Э. Дж. Деньги, банковское 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. – ISBN 5-280-02436-8.
48. Національний банк і грошово-кредитна політика [Текст] : підручник / За ред. А.М. Мороза, М.Ф. Пуховкіної. - К. : КНЕУ, 1999. - 368 с. - ISBN 966-574-121-7.
49. Адамик Б. П. Центральний банк і грошово-кредитна політика [Текст] : підруч. для студентів вузів / Б.П. Адамик. - Тернопіль : Карт-бланш, 2007. - 393 с. - ISBN 966-7952-49-5.
50. 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.
51. Mishkin F.S. Will Monetary Policy Become More of a Science? [Text] / F.S. Mishkin // Finance and Economics Discussion Series. – Federal Reserve Board, Washington, D.C., 2007. – № 2007–44. – 44p.
52. Amato J.D., Morris S., Shin H.S. Communication and monetary policy [Text] / J.D. Amato, S. Morris, H.S. Shin // Cowles Foundation Discussion Paper. – Yale University, 2002. – №1405. – 21 p.
53. Управление организацией [Текст] : энцикл. словарь: Более 7000 ст. / Под ред. А.Г. Поршнева и др. – М. : ИНФРА-М, 2001. – 821 с. – ISBN 5-16-000555-2.
54. Кураков Л. П., Кураков В. Л. Толковый словарь экономических и юридических терминов [Текст] / Л. П. Кураков, В. Л. Кураков ; Московский психолого-социальный институт. — М. : Чебоксары, 2002. – 748 с.



55. Вулфел Ч. Дж. Энциклопедия банковского дела и финансов [Текст] : пер. с англ / Ч. Дж. Вулфел. – Самара : Корпорация "Федоров", 2000. – 1583 с. – ISBN 5-88833-064-7.
56. Шахмалов Ф. И. Теория государственного управления [Текст] / Ф. И. Шахмалов. – М. : ЗАО «Издательство «Экономика», 2002. – 518 с.
57. Атаманчук Г. В. Управление: сущность, ценность, эффективность [Текст] / Г. В. Атаманчук. — М. : Академический Проект, 2006. — 543с.
58. 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.
59. The American Heritage: Dictionary of the English Language [Text] / Houghton Mifflin. – Fourth Edition. Boston: Houghton Mifflin Company, 2000. – 758 p.
60. Wojtyna A. Controversies around effectiveness of monetary policy [Text] / A. Wojtyna // Bank and credit. – Narodowy Bank Polski, 2000.– №7/8. – P. 10–14.
- 61 Савченко А. Стратегічні цілі монетарної політики: проблеми теорії та методології [Текст] / А. Савченко // Економіка України. – 2007. – №5. – С.1–8.
62. Mayes D. G., Riches B. The effectiveness of monetary policy in New Zealand [Text] / D. G. Mayes, B. Riches // Reserve Bank Bulletin. – Reserve bank of New Zealand, 1996. – Vol. 59, №1. – P. 5–20.
63. Taylor J. B. The monetary transmission mechanism: An empirical framework [Text] / J. B. Taylor // Journal of Economic Perspectives. – 1995.– №9. – P. 11–26.
64. 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.
65. Recent findings on monetary policy transmission in the euro area [Text] // ECB Monthly Bulletin. – 2002. – October. – P. 43–54.

66. Taylor J. B. The monetary transmission mechanism: An empirical framework [Text] / J. B. Taylor // Journal of Economic Perspectives, 1995. – №9. – P. 11–26.
67. Bhundia A., Stone M.A. New Taxonomy of Monetary Regimes [Text] / A. Bhundia, M.A. Stone // IMF Working Papers. – International Monetary Fund, 2004. – №04/191. – 43 p.
68. Гриценко А., Кричевська Т. Монетрна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики [Текст] / А. Гриценко, Т. Кричевська // Національного банку України. – К, 2005. – №11. – С.8–18.
69. Ніколайчук С.А. Моделювання трансмісійного механізму монетарної політики в Україні [Текст] : автореф. дис. канд. екон. Наук : 08.00.11 / Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка. — К., 2008. — 20с.
70. Flood R., Mussa M. Issues Concerning Nominal Anchors for Monetary Policy [Text] / R. Flood, M. Mussa // NBER Working Paper. – National Bureau of Economic Research, Inc, 1994. – № 4850. – 32 p.
71. Стратегія інфляційного таргетування в грошово-кредитній політиці держави [Текст] : монографія / М.І. Макаренко, І.І. Д'яконова, Ф.О. Журавка та ін.. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2008. – 108 с.
72. Wagner H. Central banking in Transition countries [Text] / H. Wagner // IMF Working paper – International Monetary Fund, 1998. – №WP/98/126. – 49 p.
73. Caramazza F., Aziz I. Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s [Text] / F. Caramazza, I. Aziz // Economic Issues. – International Monetary Fund, 1998. – № 13. – 18 p.
74. Gold from the storm [Text] / The Economist // The Economist. – 2007. – 30th June. – P. 67–69.
75. 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.
76. Mundell R. A. Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates [Text] / R. A. Mundell // Canadian Journal of Economics and Political Science. – 1963. – № 29. – P. 475–485.

77. Fleming J. M. Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates [Text] / J. M. Fleming // IMF Staff Papers. – 1962. – № 9. – P. 369–379.
78. Krugman P. O Canada: A neglected nation gets its Nobel [Text] / P. Krugman // Slate. – 1999. – №19. – P. 15–16.
79. Reinhart C., Calvo G. When Capital Inflows Come to a Sudden Stop : Consequences and Policy Option [Text] / C. Reinhart, G. Calvo. // Reforming the International Monetary and Financial System / Peter Kenen and Alexandre Swoboda, eds. – Washington DC: International Monetary Fund, 2000. – P. 175–201.
80. Obstfeld M. The Logic of Currency Crises [Text] / M. Obstfeld // NBER Working Papers. – National Bureau of Economic Research, Inc., 1994.– №4640.– 54 p.
81. Komulainen T. Currency Crisis Theories – Some Explanations for the Russian Case [Text] / T. Komulainen // BOFIT Discussion Papers. – Bank of Finland, Institute for Economies in Transition. – 1999. – №1. – 45 p.
82. Edwards S. Crisis Prevention: Lessons from Mexico and East Asia [Text] / S. Edwards // NBER Working Papers. – National Bureau of Economic Research, 1999. – №7233.– 63 p.
83. Eichengreen B. et al. Contagious Currency Crises [Text] / B. Eichengreen et al. // Scandinavian Journal of Economics. – 1996. – Vol. 98.
84. Catão L. Sudden Stops and Currency Drops: A Historical Look [Text] / L. Catão // IMF Working Papers. – International Monetary Fund, 2006. –№ 6/133. – 61 p.
85. Husain A. M., Mody A., Rogoff K. S. Exchange Rate Regime Durability and Performance in Developing Countries Versus Advanced Economies [Text] / A. M. Husain, A. Mody, K. S. Rogoff // NBER Working Papers. – National Bureau of Economic Research, Inc, 2004. – №10673. – 45 p.
86. Деякі уроки валютної кризи [Текст] / О. Шаров // Вісник Національного банку України. – 1999. – N 1. – С.8–9.



87. Резнікова Н. Можливість виникнення валютних криз в Україні в контексті руху фінансових потоків [Текст] / Н. Резнікова // Фінансовий ринок України. – 2004. – №6/7. – С.3–6.
88. Белінська Я. Лібералізація руху капіталів та її наслідки для України [Текст] / Я. Белінська // Стратегічна панорама. – 2005. – № 3.
89. Ito T. Capital Flows in Asia [Text] / T. Ito // Capital Flows and the Emerging Economies. / ed. Edwards S. – The University of Chicago Press, 2000. – P. 255–298.
90. Fisher S. Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? [Text] / S. Fisher // Finance and development. – 2001. – Vol. 38. – P. 1–7.
91. Babula A., Otker-Robe I. The continuing Bipolar Conundrum [Text] / A. Babula, I. Otker-Robe // Finance & Development. –2004. – March. – P. 32–35.
92. Edwards S. Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention [Text] / S. Edwards // NBER Working Papers. – National Bureau of Economic Research, 2001. – №8529. – 67p.
93. Calvo G. Capital Markets and the Exchange Rate with Special Reference to the Dollarization Debate in Latin America [Text] / G. Calvo // Journal of Money, Credit and Banking. – Blackwell Publishing, 2001. – Vol. 33(2). – P. 31–34.
94. Hanke S., Schuler K. Currency Boards for Developing Countries [Text] : Handbook / S. Hanke, K. Schuler. – San Francisco : ICS Press, 1994. – 120 p.
95. Rogoff K. S. et al. Evolution and performance of exchange rate regimes [Text] / K. S. Rogoff // IMF Working paper. – Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2003. – №03/243 – 83 p.
96. Лепушинський В.О. Уроки валютних криз минулого десятиріччя [Текст] / В.О. Лепушинський // Європейський вектор економічного розвитку : зб. наук. пр. – Вип. 1 (4). – Д. : Вид-во ДУЕП, 2008. – С. 40–47.
97. 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.



98. Keller P. M., Richardson T. Nominal anchors in the CIS [Text] / P. M. Keller, T. Richardson // IMF Working paper. – International Monetary Fund, 2003. – WP/03/179. – 42p.
99. Mishkin F. S. International experiences with different monetary policy regimes [Text] / F. S. Mishkin // NBER Working Paper. – National Bureau of Economic Research, Inc, 1999. – №7044.– 46p.
100. Mohanty M. S., Turner Ph. The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies [Text] / M. S. Mohanty, Ph. Turner // BIS Policy Papers. –2008. – № 35 – 59 p.
101. Ball L. M., Sheridan N. Does Inflation Targeting Matter? [Text] / L. M. Ball, N. Sheridan // IMF Working Papers. –International Monetary Fund, 2003. – № 03/129. – 36 p.
102. Fraga A., Goldfajn I., Minella A. Inflation Targeting in Emerging Market Economies [Text] / A. Fraga, I. Goldfajn, A. Minella // NBER Working Paper. – National Bureau of Economic Research, Inc, 2003. –№ 10019.– 50 p.
103. Frankle J.A. What's In and Out in Global Money // Finance and development. – 2009. – Vol. 46. – №3. – P. 13–17.
104. Шаповалов А. Стратегічні напрямки курсової політики України в умовах сталого економічного розвитку [Текст] / А. Шаповалов // Дзеркало тижня. – 2005. – № 43 (571) – С. 5.
105. Mishkin F. S. Can Inflation Targeting work in Emerging market economies [Text] / F. S. Mishkin // NBER Working Paper. – National Bureau of Economic Research, Inc, 2004. – № 10646.– 34 p.
106. De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks [Electronic resource] /IMF. – Electronic text data. – International monetary fund, 2008. – Mode of access: <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm>. – Title from the screen.



107. 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.
108. Сніжко О. В. Механізм грошової трансмісії: уроки для України [Текст] / О. В. Сніжко // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування : Матеріали наук.–практ. конф. (25–26 квітня 2002 р.). – 2002. – С. 166 –174.
109. Mishkin F. The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy [Text] / F. S. Mishkin // NBER Working Paper. – 1996. – № 5464. – 27 p.
110. Звіт державної комісії з цінних паперів та фондового ринку за 2006 рік [Текст] / Державна комісія з цінних паперів та фондового ринку // Київ : ДКЦПФР, 2007. – 92 с.
111. Петрик О. Недооцінка гривні та її наслідки для монетарної політики [Текст] / О. Петрик // Вісник Національного банку України. – 2005. – №2. – С. 3–5.
112. Стельмах В. Обмінний курс, інфляція та конкурентоспроможність економіки [Текст] / В. Стельмах, О. Петрик // Вісник Національного банку України. – 2001.– N 9. – С.3–6.
113. Яценюк А. Фондовий ринок України: проблеми та перспективи розвитку [Текст] / А. Яценюк // Вісник Національного банку України. – 2004. – №11. – С. 4–9.
114. 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.
115. Kashyap A., Stein J. The impact of monetary policy on bank balance sheets//Carnegie–Rochester Conference Series on Public Policy. – 1995. – №42. – P. 151–195.
116. Kishan R., Opiela T. Bank size, bank capital, and the bank lending channel

- [Text] / R. Kishan, T. Opiela // Journal of Money, Credit and Banking. – 2000. – №32. – P. 121–141.
117. Jayaratne J., Morgan M. Capital market frictions and deposit constraints at banks [Text] / J. Jayaratne, M. Morgan // Journal of Money, Credit and Banking. – 2000. – №32. – P.74–92.
118. Bernanke B., Gertler M., Gilchrist S. The financial accelerator and the flight to quality [Text] / B. Bernanke, M. Gertler, S. Gilchrist // The Review of Economics and Statistics. – 1996. –№ 78. – P. 1–15.
119. Oliner S., Rudebusch G. Monetary policy and credit conditions: Evidence from the composition of external finance: Comment [Text] / S. Oliner, G. Rudebusch // American Economic Review. – 1996. – №86. – P. 300–309.
120. Smidkova K. The Transmission Mechanism of Monetary Policy at the Beginning of the Third Millenium [Text] / K. Smidkova // WUSTL Working Paper. – 2004. – №0403012. – 25p.
121. Cagan P. The Monetary Dynamics of Hyperinflation [Text] / P. Cagan // Studies in the Quantity Theory of Money / Friedman M. (ed.). – Chicago : University of Chicago Press, 1965. – P. 56–90.
122. The Transmission of Monetary Policy in Emerging Market Economies [Text] / Bank of international settlements // BIS Policy Papers. – 1998– № 3. – P. 5–64.
123. Ganey G., Molnar K., Rybinski K., Wozniak P. Transmission Mechanism of Monetary Policy in Central and Eastern Europe [Text] / G. Ganey, K. Molnar, K. Rybinski, P. Wozniak // CASE Report – 2002 – No. 52. – 39 p.
124. Sims C. Money, income and causality [Text] / C. Sims // American Economic Review. – 1972. – №652 – P.540–542.
125. Eichenbaum M. Comments: Interpreting the macroeconomic time series facts: The effects of monetary policy by Christopher Sims [Text] / M. Eichenbaum // European Economic Review. – 1992. –№36. – P. 1001–1011.
126. Christiano L., Eichenbaum M. , Evans C. The effects of monetary policy shocks: Evidence from the flow of funds [Text] / L. Christiano, M. Eichenbaum ,

- C. Evans // Review of Economics and Statistics. – 1996. – № 78. – P. 16–34.
127. Leeper E., Sims C., Zha T. What does monetary policy do? [Text] / E. Leeper, C. Sims, T. Zha // Brookings Papers on Economic Activity. – 1996. – №2. – P. 1–63.
128. 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.
129. Bernanke B., Mihov I. Measuring monetary policy [Text] / B. Bernanke, I. Mihov // Quarterly Journal of Economics. – 1998. – №113. – P. 869–902.
130. Lloyd K. A. The changing monetary transmission mechanism in New Zealand since 1960 [Text] / K. A. Lloyd // Reserve Bank of New Zealand Bulletin. – 1991. – Vol. 54, №4. – P. 312–329.
131. Fung A., Hansen E. W. Bank credit and monetary policy [Text] / A. Fung, E. W. Hansen // Reserve Bank of New Zealand Bulletin. – 1993. – Vol. 56, №1. – P. 32–47.
132. Clinton K., Howard D. From Monetary Policy Instruments to Administered Interest Rates: The Transmission Mechanism in Canada [Text] : Technical Report / K. Clinton, D. Howard. – Bank of Canada, 1994. – № 69. – 48p.
133. Duguay P. Empirical evidence on the strength of the monetary transmission mechanism in Canada: An aggregate approach [Text] / P. Duguay // The Transmission of Monetary Policy : a collection of articles / Bank of Canada. – Bank of Canada, 1996. – P. 87–109.
134. Economic Models at the Bank of England [Text] / Bank of England. – London: Bank of England, 1999. – 156 p.
135. Stevens G., Thorp S. The Relationship Between Financial Indicators and Economic Activity: Some Further Evidence [Text] / G. Stevens, S. Thorp // Studies in Money and Credit : Proceedings of a Conference / Reserve Bank of Australia. – Sydney: Reserve Bank of Australia, 1989. – P. 86–123.
136. Bullock M., Morris D., Stevens G. The Relationship Between Financial

- Indicators and Activity: 1968–2008 [Text] / M. Bullock, D. Morris, G. Stevens // RBA Research Discussion Papers. – Reserve Bank of Australia, 1988. – №5.
137. 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.
138. Mojon B., Peersman G. A VAR description of the effects of monetary policy in the individual countries of the euro area [Text] / B. Mojon, G. Peersman // ECB Working Paper. – European Central Bank, 2001. – № 92. – 41 p.
139. Butzen P., Fuss C., Vermeulen P. The interest rate and credit channels in Belgium: an investigation with micro–level firm data [Text] / P. Butzen, C. Fuss, P. Vermeulen // ECB Working Paper. – European Central Bank, 2001. – № 107. – 46 p.
140. Farinha L., Marques C. The bank lending channel of monetary policy: identification and estimation using Portuguese micro bank data [Text] / L. Farinha, C. Marques // ECB Working Paper. – European Central Bank, 2001. – № 102. – 51 p.
141. Topi J., Vilmunen J. Transmission of monetary policy shocks in Finland; evidence from bank level data on loans [Text] / J. Topi, J. Vilmunen // ECB Working Paper. – European Central Bank, 2001. – № 100. – 45 p.
142. Arnostova K., Hurnik J. The Monetary Transmission Mechanism in the Czech Republic (evidence from VAR analysis) [Text] / K. Arnostova, J. Hurnik // Working Papers. – Czech National Bank, 2005. – №4. – 17 p.
143. Vonnák B. Estimating the Effect of Hungarian Monetary Policy within a Structural VAR Framework [Text] / B. Vonnák // MNB Working Papers. – Magyar Nemzeti Bank (The Central Bank of Hungary), 2005. – №1. – 40 p.
144. Wróbel E., Pawłowska M. Monetary transmission in Poland: some evidence on interest rate and credit channels [Text] / E. Wróbel, M. Pawłowska // NBP Materials and Studies. – National Bank of Poland, 2002. – №24. – 28 p.
145. Sims C. Comparison of interwar and postwar business cycles [Text] / C.

Sims // American Economic Review – 1980. – №70. – P.250–257.

146. Favero C. Applied Macroeconometrics [Text] / C. Favero. – Oxford: Oxford University Press, 2001. – 296 p.

147. Дробышевский С., Козловская А. Внутренние аспекты денежно-кредитной политики России [Текст] / С. Дробышевский, А. Козловская // Научные труды ИЭПП. – М.: ИЭПП, 2002. – № 45Р. – 157 с.

148. 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.

149. Дорошенко І. Грошово-кредитна політика економічного зростання у трансформаційній економіці [Текст] : Дис. канд. екон. наук: 08.01.01 / Київський національний торговельно-економічний ун-т. — К., 2001. — 236 арк. + дод. арк. 237–283 — Дві кн. одиниці. — Бібліогр.: арк. 218–236.

150. Адамик Б., Тиркало Р. Передавальний механізм монетарної політики та його значення для ефективної діяльності НБУ [Текст] / Б. Адамик, Р. Тиркало // Вісник НБУ. – 1999. – №7. – С. 6–11.

151. Методичний та організаційний аспекти аналізу монетарних показників [Текст] : Моногр. / А.О. Сігайов; Наук.-дослід. екон. ін-т. — К.: Наук. думка, 2003. — 369 с.: рис., табл. — Бібліогр.: с. 346–367.

152. Михаліченко М., Гринів В., Пачінськи В. Монетарна трансмісія в Україні. VAR-підхід. [Текст] / М. Михаліченко, В. Гринів, В. Пачінськи // Підтримання низької інфляції в Україні : Матеріали конф., Київ, груд. 2004 р. – К.: Міленіум, 2004. –129 с.

153. 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.

154. Boschen J., Mills L. The effects of countercyclical monetary policy on money and interest rates: an evaluation of evidence from FOMC documents [Text] / J. Boschen, L. Mills // Working Papers. – Federal Reserve Bank of

Philadelphia, 1991. – №91–20. – 45p.

155. Christiano L., Eichenbaum M. Identification and the liquidity effect of the monetary policy shock [Text] / L. Christiano, M. Eichenbaum // NBER working paper. – National Bureau of Economic Research, Inc, 1991. – №3920. – 28 p.

156. Freedman Ch. The use of indicators and of the monetary conditions index in Canada [Text] / Ch. Freedman // The transmission mechanism of monetary policy in Canada. – Bank of Canada, 1996 – P. 67–79.

157. Болгарін І., Махдева Л., Штерн Г. Деякі методологічні аспекти побудови та використання моделі механізму монетарної трансмісії в Україні [Текст] / І. Болгарін, Л. Махдева, Г. Штерн // Вісник Національного банку України. – 2000. – №11. – С. 4–6.

158. Петрик О. Структурна модель трансмісійного механізму монетарної політики в Україні [Текст] / О. Петрик, С. Ніколайчук // Вісник Національного банку України. – 2006. – №3. – С.12–20.

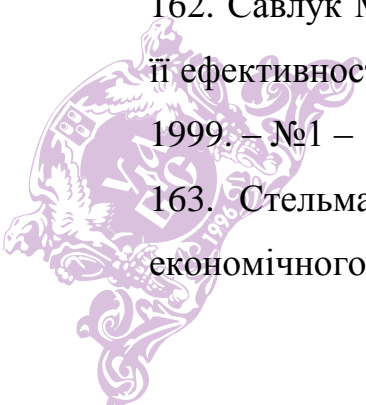
159. Гальчинський А. Стабілізація гривні: проблеми та перспективи [Текст] / А. Гальчинський // Вісник Національного банку України. – 2002. – N 7. – С. 9–12.

160. Гребеник Н. Основні віхи у формуванні та проведенні грошово-кредитної (монетарної) політики в Україні. Стаття перша. Становлення монетарної політики в незалежній Україні [Текст] / Н. Гребеник // Вісник Національного банку України. – 2007. – N 5. – С.12–22.

161. Дзюблюк О. Генезис функцій центрального банку в ринкових умовах господарювання [Текст] / О. Дзюблюк // Вісник Національного банку. – 2002. – №7. – С.18–23.

162. Савлук М. Грошово-кредитна політика Національного банку та оцінка її ефективності [Текст] / М. Савлук // Вісник Національного банку України. – 1999. – №1 – С.3–7.

163. Стельмах В. Монетарна політика як один із ключових факторів економічного зростання [Текст] / В. Стельмах // Вісник Національного банку



України. – 2002. – №1 – С.2–9.

164. Стельмах В. С. Монетарна політика в Україні [Текст] / В. С. Стельмах // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування : Матеріали наук.–практ. конф. (25–26 квітня 2002 р.). –К.: Нац. банк України, 2002. – С. 9–18.

165. Грошово–кредитна політика в Україні [Текст] / В.С. Стельмах, А.О. Спіфанов, Н.І. Гребеник, В.І. Міщенко; За ред. В.І. Міщенка. – 2-е вид., перероб. і доп. – К. : Знання, 2003. – 421 с.

166. Найденов В. С. Инфляция и монетаризм. Уроки антикризисной политики [Текст] / В.С. Найденов, А.Ю. Сменковский. - К. : ОАО БЦКФ, 2003. - 349 с. - ISBN 966-8035-44-5.

167. Конституція України [Текст] : прийнята на п'ятій сесії Верховної Ради України 28 черв. 1996 р. / Україна. Конституція (1996). - К. : Україна, 1996. - 54 с. - ISBN 966-524-011-0 : Б. ц.

168. Основні засади грошово–кредитної політики на 2002 рік [Текст] // Вісник Національного банку. – 2001. – №10. – С.2–4.

169. Основні засади грошово–кредитної політики на 2006 рік [Текст] // Вісник Національного банку. – 2005. – №10. – С.3–6.

170. Основні засади грошово–кредитної політики на 2008 рік [Текст] // Вісник Національного банку. – 2007.–№11.– С.2–4.

171. Основні засади грошово–кредитної політики на 2009 рік [Текст] // Вісник Національного банку. – 2008.–№11.– С.2–4.

172. Основні засади грошово–кредитної політики на 2010 рік [Текст] // Вісник Національного банку. – 2009.–№10.– С.3.

173. Стельмах В. Огляд монетарної політики в Україні за 1991–2001 рр. [Текст] / В. Стельмах // Вісник Національного банку. – 2002. – №7. – С.2–8.

174. Шаповалова М. Становлення монетарної та фіскальної політики в Україні [Текст] / М. Шаповалова, Т. Єрліна // Вісник Національного банку України. – 2004. – №10 – С. 8–11.

175. Slok T. Can Monetary Policy Be Effective During Transition? Lessons from Mongolia [Text] / T. Slok // Finance & Development. – 2000. – September. – P. 44–47.
176. Дзюблюк О. Монетаристська теорія і реалії грошово–кредитної політики в умовах перехідної економіки [Текст] / О. Дзюблюк // Вісник Національного банку України. – 1999. – №5. – С.11–14.
177. Чайка О. Шляхи зниження відсоткових ставок за банківськими кредитами в Україні [Текст] / О. Чайка // Вісник Національного банку України. – 1999. – N 8. – С.24–30.
178. Гальчинський А. Монетарна складова стратегії економічного розвитку [Текст] / А. Гальчинський // Економіка України. – 2002. – №7. – С.4–9.
179. Keller P., Richardson Th. J. Nominal Anchors in the CIS [Text] / P. Keller, Th. J. Richardson // Working Paper.– Interanational monetary fund, 2003.– №03/179. – 42p.
180. Фишер И. Покупательная сила денег [Текст] / Академия народного хозяйства при Правительстве РФ – М. : Дело, 2001. – 319 с.
181. Tornton D. L. Why does velocity metter? [Text] / D. L. Tornton // Bulletin of Federal reserve bank of St. Louis. – 1983. – December. – P. 5 –13.
182. Meyer L. H. Does Money Matter? [Text] / L. H. Meyer // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. – St. Louis, Missouri, 2001. – №83(5). – P.1–15.
183. 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.
184. Selden R. T. The Postwar Rise in the Velocity of Money: A Sectoral Analysis [Text] / R. T. Selden // Occasional Papers. – 1962. – № 78. – 70 p.
185. Ball R. J. Cost Inflation and the Income Velocity of Money: A Comment [Text] / R. J. Ball // The Journal of Political Economy. – 1960.– Vol. 68, №3.– P. 288–296.
186. Арсенюк О. Правда і вигадки про монетизацію [Текст] / О. Арсенюк, А.

Патенко. // Вісник Національного банку. – 2003. – N 2. – С.4–6.

187. De Broeck M., Krajnyak K., Lorie 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. Lorie // IMF Working Paper. – International Monetary Fund, 1997. – №108. – 46 p.

188. Лепушинський В.О. Проблема задоволення попиту на гроші в Україні [Текст] / В.О. Лепушинський // Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України. Т22. : зб. наук. пр. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – С. 91–98.

189. Матвієнко П. Монетизація економіки України: реальний рівень та проблеми його визначення [Текст] / П. Матвієнко // Вісник Національного банку. – 2003. – №1. – С.29–32.

190. Лепушинський В.О. Посилення ролі кількісних показників грошової пропозиції в умовах кризи [Текст] / В.О. Лепушинський // Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України : збірник тез доповідей XII Всеукраїнської науково-практичної конференції (12–13 листопада 2009 р.) : у 2 т. / ДВНЗ «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2009. – Т.1. – с. 51–52.

191. Ganev G., Molnar K., Rybinski K., Wozniak P. Transmission Mechanism of Monetary Policy in Central and Eastern Europe [Text] / G. Ganev, K. Molnar, K. Rybinski, P. Wozniak // CASE Report. – 2002 – № 52. – 39 p.

192. Egert B., MacDonald R. Monetary Transmission Mechanism in Transition Economies: Surveying the Surveyable [Text] / B. Egert, R. MacDonald // MNB Working Papers – MNB, 2006 – №5. – 68p.

193. Stiglitz J. E., Weiss A. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information [Text] / J. E. Stiglitz, A. Weiss // American Economic Review. – 1981. – №71. – P. 393–410.

194. Лепушинский В.А. Направления оптимизации действия монетарной

- трансмиссии в условиях переходной экономики [Текст] / В.А. Лепушинський // Проблемы выбора эффективной денежно–кредитной политики в условиях переходной экономики : сборник докладов II международной научно–практической конференции (19–20 мая 2008г.). – Минск, 2008. – С.314–322.
195. Berg A., Borensztein E. The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies [Text] / A. Berg, E. Borensztein // Journal of Applied Economics. – Universidad del CEMA, 2000 – vol. 0. – P. 285–324.
196. Brown M., Kirschenmann R., Ongena S. Foreign Currency Loans – Demand or Supply Driven? [Text] / M. Brown, R. Kirschenmann, S. Ongena // European Banking Center Discussion Paper. – 2009. – №2009–78. – 36 p.
197. Шаповалов А. За лаштунками монетарного феномену [Текст] / А. Шаповалов // Дзеркало тижня. – 2007. – № 39 (668) 20 — 26 жовтня 2007. – С.1–8.
198. Україна. Економічна оцінка [Текст] // Економічні дослідження ОЕСР. – 2007. – №2007/16. – 163 с.
199. Лепушинський В.О. Проблеми ефективності монетарної трансмісії в економіці України [Текст] / В.О. Лепушинський // Актуальные проблемы развития экономики Украины : материалы VI Международной научно–практической конференции. Алушта (4–6 октября 2007 г.). – Симферополь, 2007. – С.14.
200. Fung A., Hansen E. Bank credit and monetary policy [Text] / A. Fung, E. Hansen // Reserve bank Bulletin. – 1993. – Vol. 56, №1. – P. 32–47.
201. Хорват Б., Майно Р. Механизмы трансмиссии денежно–кредитной политики в Беларуси [Текст] / Б. Хорват, Р. Майно // Рабочий документ МВФ. – 2006. – №WP/06/246. – 27 с.
202. Bernanke B., Boivin J., Elias P. Measuring the Effects of Monetary Policy: A Factor–Augmented Vector Autoregressive (FAVAR) Approach [Text] / B. Bernanke, J. Boivin, P. Elias // NBER Working Paper, 2004. – №10220. – 47 p.

203. 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.
204. Половнъов Ю. Оцінка циклу ділової активності української економіки [Текст] / Ю. Половнъов // Вісник Національного банку України. – 2005. – N 8. – С. 4–8.
205. The transmission mechanism of monetary policy [Electronic resource] : Report prepared under the guidance of the Monetary Policy Committee.– Bank of England, 1999 – 12 p. – Mode of access: <http://www.bankofengland.co.uk>. – Title from the screen.
206. 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.
207. Лепушинський В.О. Дія каналів монетарної трансмісії в економіці України [Текст] / В.О. Лепушинський // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 2. – С. 28–34.
208. Afonso A., Aubyn M. Credit Rationing and Monetary Transmission: Evidence for Portugal [Text] / A. Afonso, M. Aubyn // ISEG Economics Department Working Paper. – 1998. – №7/98. – 22p.
209. Pruteanu A. The Role of Banks in the Czech Monetary Policy Transmission Mechanism [Text] / A. Pruteanu // CNB Working Paper Series – 2004. – №3. – 43p.
210. Morris Ch., Sellon G. Bank Lending and Monetary Policy: Evidence on a Credit Channel [Text] / Ch. Morris, G. Sellon // Economic Review. – Federal reserve bank of Kansas City. – 1995. – Q2. – P. 59– 75.
211. Лепушинський В.О. Роль банківського кредитування в трансмісійному механізмі монетарної політики [Текст] / В.О. Лепушинський // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Методи оцінки рівня

- капіталізації інноваційних структур : зб. наук. пр. / НАН України. Ін-т регіональних досліджень ; Редкол.: Відп. ред. Є.І. Бойко. – Львів, 2007. – Вип. 2 (64). – С. 349–357.
212. Calvo G., Reinhart C. Fixing for your life [Text] / G. Calvo, C. Reinhart // NBER Working Papers. – National Bureau of Economic Research, 2000. – №8006.– 39p.
213. Taylor J. Low Inflation, Pass–Through, and the Pricing Power of Firms [Text] / J. Taylor // European Economic Review. – 2000. – Vol. 44. – P. 1389–1408.
214. Khan M. S., Nsouli S. M. Wong Ch.–H. Macroeconomic Management: Programs and Policies [Text] / M. S. Khan, S. M. Nsouli // International Monetary Fund, 2002. – 346 pp.
215. Міжнародний валютний фонд Україна. Консультації за Статтею IV за 2008 рік [Текст] : Попередні висновки Місії. – Київ, 2008. – 31 березня. – 6 с.
216. Лепушинський В.О. Інфляція в Україні – як наслідок макроекономічних дисбалансів [Текст] / В.О. Лепушинський // Економіка України : макропроблеми розвитку. Колективна монографія. / За ред. В.Ф. Бесєдіна, А.С. Музиченка. – Київ : НДЕІ, 2008. – С.316–323.
217. Караре А., Шехтер А., Стоун М., Зелмер М. Создание исходных условий для таргетирования инфляции» [Текст] / А. Караре, А. Шехтер, М. Стоун, М. Зелмер // Рабочий документ МВФ. – Международный валютный фонд, 2002. – №102. – 48 с.
218. Duttagupta R., Fernandez G., Karacadag C. From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Towards Greater Exchange Rate Flexibility [Text] / R. Duttagupta, G. Fernandez, C. Karacadag // IMF Working Paper – Washington: International Monetary Fund, 2004. – №04/126. – 38 p.
219. Otker I. Moving to greater exchange rate flexibility: operational aspects based on lessons from detailed country experiences [Text] / Inci Otker–Robe and David Vavra, and a team consisting of Luis Ahumada [et al.]. — Washington, DC: International Monetary Fund, 2007. – 82 p.

220. 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.
221. 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.
222. Galindo A., Leiderman L. Living with Dollarization and the Route to Dedollarization [Text] / A. Galindo, L. Leiderman // Working Paper.– Inter-American Development Bank, 2005.– №526. – 59p.
223. Лепушинський В.О. Окремі аспекти прогнозування показників грошово-кредитної сфери на середньострокову перспективу [Текст] / В.О. Лепушинський // Економіка України : соціальні аспекти інноваційної моделі розвитку. Колективна монографія. / За ред. В.Ф. Бесєдіна, А.С. Музиченка. – Київ : НДЕІ, 2007. – С.187–193.



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

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

ДОДАТКИ



Додаток А

Таблиця А.1

Результати тесту на наявність причинно-наслідкового зв'язку за
Грейнджером між темпами зростання реального випуску та пояснюючими
змінними

Нульова гіпотеза	кількість лагів							
	1	2	3	4	5	6	7	8
INF не впливає на REAL_GDP	24%	42%	35%	52%	51%	54%	5%	2%
REAL_GDP не впливає на INF	25%	52%	54%	85%	83%	94%	97%	89%
PFTS не впливає на REAL_GDP	33%	55%	50%	53%	70%	70%	71%	73%
REAL_GDP не впливає на PFTS	68%	72%	44%	4%	13%	13%	20%	3%
LOANS не впливає на REAL_GDP	6%	31%	52%	68%	83%	94%	90%	96%
REAL_GDP не впливає на LOANS	50%	6%	13%	27%	29%	28%	47%	81%
REAL_L_RATE не впливає на REAL_GDP	86%	66%	23%	27%	27%	39%	47%	29%
REAL_GDP не впливає на REAL_L_RATE	35%	10%	18%	32%	9%	2%	1%	3%
NEER не впливає на REAL_GDP	67%	62%	96%	97%	98%	85%	87%	93%
REAL_GDP не впливає на NEER	33%	28%	5%	20%	35%	59%	69%	42%

- відкинута гіпотезу про відсутність зв'язку на на 5% рівні значущості
- відкинута гіпотезу про відсутність зв'язку на 10% рівні значущості

Таблиця А.2

Результати тесту на наявність причинно-наслідкового зв'язку за
Грейнджером між темпами зростання цін та пояснюючими змінними

Нульова гіпотеза	кількість лагів							
	1	2	3	4	5	6	7	8
PFTS не впливає на INF	7%	4%	4%	25%	23%	68%	74%	91%
INF не впливає на PFTS	71%	99%	49%	67%	25%	33%	42%	27%
LOANS не впливає на INF	82%	92%	30%	71%	65%	74%	90%	91%
INF не впливає на LOANS	52%	82%	68%	77%	87%	85%	82%	60%
REAL_L_RATE не впливає на INF	4%	20%	35%	49%	74%	59%	74%	67%
INF не впливає на REAL_L_RATE	66%	57%	86%	52%	29%	3%	1%	3%
NEER не впливає на INF	12%	0%	0%	1%	12%	28%	89%	55%
INF не впливає на NEER	62%	17%	10%	24%	23%	22%	21%	50%

- відкинута гіпотезу про відсутність зв'язку на 5% рівні значущості
- відкинута гіпотезу про відсутність зв'язку на 10% рівні значущості



Таблиця А.3

Результати тесту на наявність причинно-наслідкового зв'язку за Грейнджером між темпами зростання нагромадження основного капіталу та пояснюючими змінними

Нульова гіпотеза	кількість лагів							
	1	2	3	4	5	6	7	8
WPI не впливає на CAP_INV	87%	93%	72%	82%	63%	60%	27%	48%
CAP_INV не впливає на WPI	86%	97%	87%	97%	96%	84%	85%	48%
P_PFTS не впливає на CAP_INV	68%	87%	26%	58%	74%	87%	90%	92%
CAP_INV не впливає на P_PFTS	0%	0%	0%	1%	2%	6%	16%	22%
LOANS_LE не впливає на CAP_INV	60%	40%	6%	11%	26%	38%	44%	9%
CAP_INV не впливає на LOANS_LE	23%	0%	1%	1%	2%	1%	5%	24%
REAL_L_RATE не впливає на CAP_INV	19%	24%	47%	81%	67%	61%	63%	78%
CAP_INV не впливає на REAL_L_RATE	57%	79%	90%	95%	97%	99%	98%	99%

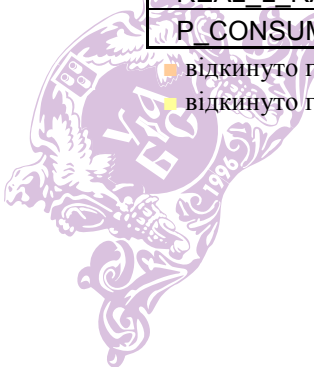
- відкинута гіпотезу про відсутність зв'язку на 5% рівні значущості
- відкинута гіпотезу про відсутність зв'язку на 10% рівні значущості

Таблиця А.4

Результати тесту на наявність причинно-наслідкового зв'язку за Грейнджером між темпами зростання споживчих витрат домогосподарств та пояснюючими змінними

Нульова гіпотеза	кількість лагів							
	1	2	3	4	5	6	7	8
INF не впливає на P_CONSUM	84%	87%	56%	80%	19%	39%	2%	14%
P_CONSUM не впливає на INF	81%	85%	92%	56%	55%	64%	77%	94%
PFTS не впливає на P_CONSUM	77%	31%	46%	61%	61%	71%	25%	63%
P_CONSUM не впливає на PFTS	11%	21%	48%	73%	6%	5%	14%	17%
LOANS_HH не впливає на P_CONSUM	80%	1%	20%	64%	18%	22%	43%	46%
P_CONSUM не впливає на LOANS_HH	58%	33%	33%	60%	51%	26%	20%	19%
REAL_L_RATE не впливає на P_CONSUM	93%	1%	60%	91%	99%	66%	99%	99%
P_CONSUM не впливає на REAL_L_RATE	18%	22%	64%	23%	37%	38%	51%	1%

- відкинута гіпотезу про відсутність зв'язку на 5% рівні значущості
- відкинута гіпотезу про відсутність зв'язку на 10% рівні значущості



Таблиця А.5

Результати тесту на наявність причинно-наслідкового зв'язку за
Грейнджером між чистим експортом та пояснюючими змінними

Нульова гіпотеза	кількість лагів							
	1	2	3	4	5	6	7	8
REER не впливає на DEF_CAB	10%	29%	40%	39%	22%	35%	13%	6%
DEF_CAB не впливає на REER	57%	66%	50%	10%	27%	62%	46%	92%
XDEMAND не впливає на DEF_CAB	39%	23%	13%	13%	25%	28%	15%	17%
DEF_CAB не впливає на XDEMAND	89%	89%	79%	90%	77%	62%	66%	31%
LOANS не впливає на DEF_CAB	35%	61%	59%	77%	70%	79%	84%	81%
DEF_CAB не впливає на LOANS	10%	30%	19%	19%	45%	43%	51%	20%
REAL_L_RATE не впливає на DEF_CAB	20%	29%	60%	41%	37%	82%	88%	63%
DEF_CAB не впливає на REAL_L_RATE	70%	64%	85%	94%	75%	82%	82%	72%

- відкинута гіпотезу про відсутність зв'язку на 5% рівні значущості
- відкинута гіпотезу про відсутність зв'язку на 10% рівні значущості



Higher Educational Institution
 “УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВІДНІВ”
 NATIONAL ACADEMY OF BANKING
 NATIONAL BANK OF UKRAINE