

Міністерство освіти і науки України

Сумський державний університет

На правах рукопису

МАРИНИЧ ТЕТЯНА ОЛЕКСАНДРІВНА

УДК 336.025:336.748(477)

**ВАЛЮТНА ПОЛІТИКА В СИСТЕМІ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ
СТАБІЛЬНОСТІ ЕКОНОМІКИ**

Спеціальність 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник:

Макаренко Михайло Ілліч

професор, доктор екон. наук



Суми – 2014

ЗМІСТ

Перелік умовних скорочень	3
ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1 ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ РЕАЛІЗАЦІЇ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ	13
1.1 Еволюція теоретичних підходів до визначення ролі валютно- монетарних засобів в економічній системі	13
1.2 Валютна політика в умовах трансформації монетарних режимів	31
1.3 Фінансова стабільність як пріоритет валютної політики	56
Висновки до розділу 1	76
РОЗДІЛ 2 РЕЗУЛЬТАТИВНІСТЬ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ В КОНТЕКСТІ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ	80
2.1 Цілі та інструменти валютної політики НБУ в процесі її генезису ..	80
2.2 Оцінка ефективності валютної політики як чинника фінансової стабільності економіки	103
2.3 Підвищення ефективності валютної політики НБУ в умовах зростання глобальної нестабільності	134
Висновки до розділу 2	155
РОЗДІЛ 3 УДОСКОНАЛЕННЯ МЕТОДИЧНИХ ПІДХОДІВ ДО ОЦІНЮВАННЯ ВПЛИВУ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ НА ФІНАНСОВУ СТАБІЛЬНІСТЬ ЕКОНОМІКИ	158
3.1 Оцінювання ризиків фінансової стабільності економіки України .	158
3.2 Моделювання впливу валютної політики НБУ на фінансову стабільність економіки	185
3.3 Прогнозування результативності валютно-монетарних важелів ...	202
Висновки до Розділу 3	237
ВИСНОВКИ	240
СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ	243
ДОДАТКИ	273

Перелік умовних скорочень

EMPI	Індекс тиску на валютний ринок
VAR	Векторна авторегресія
VECM	Векторна модель корекції помилки
ГКП	Грошово-кредитна політика
ВВП	Валовий внутрішній продукт
ВК	Валютний курс
ВР	Валютний ринок
ВП	Валютна політика
ЄЦБ	Європейський центральний банк
ЗВР	Золотовалютні резерви
ІСЦ	Індекс споживчих цін
ІТ	Інфляційне таргетування
ІЦВ	Індекс цін виробників
КРФ	Країни з ринками, що формуються
МВРУ	Міжбанківський валютний ринок України
МВФ	Міжнародний валютний фонд
НЕОК	Номінальний ефективний обмінний курс
НБУ	Національний банк України
ОВДП	Облігації внутрішньої державної позики
РЕОК	Реальний ефективний обмінний курс
СВС	Світова валютна система
ТМ	Трансмісійний механізм
ФРС	Федеральна резервна система США
ФСЕ	Фінансова стабільність економіки
ЦБ	Центральний банк



ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Досягнення макроекономічних цілей та здійснення структурних перетворень у країнах з ринками, що формуються (КРФ), потребують стабільного функціонування та розвитку фінансової системи. Зростаючі виклики глобалізації, поширення фінансово-економічних криз у світі та їх негативні наслідки для економіки України ускладнюють цей процес і тому вимагають дослідження як факторів фінансової стабільності економіки (ФСЕ), так і засобів впливу на них. В цих умовах найбільш результативними вважаються заходи грошово-кредитного регулювання центрального банку (ЦБ), а найбільш дискусійним – механізм реалізації валютної політики (ВП). Проблематичність та істотність впливу на економічні процеси пояснюють її відокремлення від грошово-кредитної політики (ГКП) в КРФ. Перенесення акценту у діяльності багатьох ЦБ світу на підтримання ФСЕ вимагає визначення ролі та напрямків підвищення ефективності ВП у цьому процесі, а також пошуку механізмів її взаємодії із грошово-кредитними та макропруденційними регулятивними заходами.

Вагомий внесок у дослідження проблем фінансової та валютної стабільності, їх регулювання засобами ВП зробили зарубіжні економісти: А. Веласко (A. Velasco), А. Деміргук-Кунт (A. Demirguc-Kunt), Е. Детражіаче (E. Detragiache), С. Дробишевський, М. Єршов, Б. Ейхенгрін (B. Eichengreen), Ф. Караматца (F. Caramazza), Дж. Корсетті (G. Corsetti), Л. Красавіна, П. Кругман (P. Krugman), С. Моїсеєв, А. Наговіцин, М. Обстфельд (M. Obstfeld), К. Рейнхарт (C. Reinhart), К. Рогофф (K. Rogoff), А. Роуз (A. Rose), Н. Рубіні (N. Roubini), Дж. Сакс (J. Sachs), А. Торнелл (A. Tornell), П. Трунин, Дж. Френкель (J. Frankel) та інші. Вивченню валютно-монетарних важелів підтримання ФСЕ присвячено чимало робіт вітчизняних науковців та практиків. Серед них: О. Барановський, Я. Белінська, О. Береславська, А. Гальчинський, В. Геєць, О. Дзюблук, Ф. Журавка,

О. Колодізев, С. Кораблін, М. Макаренко, В. Міщенко, О. Петрик, М. Савлук, В. Стельмах, Т. Унковська, В. Шевчук, Т. Шемет та інші.

У вітчизняній літературі бракує ґрунтовних науково-практичних розробок щодо зв'язку валютного курсу (ВК) гривні та інших інструментів ВП з показниками ФСЕ країни. До невирішених питань, які безпосередньо стосуються обраної теми дослідження, належать: визначення пріоритетності цілей та місця ВП в системі забезпечення ФСЕ в умовах трансформації монетарних режимів, пошук надійних моделей прогнозування, оцінювання та попередження валютної кризи. Незважаючи на наявність суттєвого вітчизняного та міжнародного наукового доробку у дослідженні ВП, на сьогодні немає усталеного та комплексного бачення проблем дієвості валютного каналу трансмісійного механізму (ТМ) та доцільності його подальшого використання у регулюванні макроекономічних процесів. Все це актуалізує необхідність розвитку методичних засад та практичного інструментарію підвищення ефективності ВП Національного банку України (НБУ) в контексті забезпечення ФСЕ України.

Важливість дослідження зазначених проблем визначає актуальність дисертаційної роботи, її мету та основні завдання.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами

Дисертаційне дослідження виконувалося в рамках держбюджетної теми Сумського державного університету “Методи параметричної ідентифікації в задачах управління динамічними системами” (номер державної реєстрації 0109U004116). Особистий внесок автора дисертації полягає у дослідженні методологічних аспектів оцінювання показників фінансової стабільності та регулювання валютного ринку України. Наукові результати та висновки дисертаційного дослідження було використано при виконанні науково-дослідних робіт Державного вищого навчального закладу “Українська академія банківської справи Національного банку України”, а саме: “Реформування фінансової системи України в умовах євроінтеграційних процесів” (номер державної реєстрації 0109U006782) та

“Сучасні технології фінансово-банківської діяльності в Україні” (номер державної реєстрації 0102U006965). До звітів за цими темами включені пропозиції автора щодо визначення причинно-наслідкових зв'язків між показниками ФСЕ та індикаторами ВП, технології оцінювання результативності ВП НБУ в контексті забезпечення ФСЕ.

Мета і завдання дослідження.

Метою дисертаційного дослідження є розвиток теоретико-методологічних засад та практичних рекомендацій щодо використання механізму валютної політики у забезпеченні фінансової стабільності економіки.

Сформульована мета обумовила необхідність вирішення таких завдань: визначити місце і роль валютно-монетарних засобів в економічній системі у контексті розвитку теорій грошей і валютного курсу, а також еволюції світової валютної системи;

розкрити теоретико-методологічні основи механізму реалізації ВП в умовах трансформації монетарних режимів;

узагальнити економічний зміст поняття “фінансова стабільність”, обґрунтувати структуру механізму її забезпечення;

дослідити цілі та інструменти ВП НБУ в процесі її генезису;

оцінити ефективність ВП НБУ та її вплив на забезпечення ФСЕ країни;

розробити науково-методичний підхід до визначення стану ФСЕ України та виявлення основних індикаторів кризових процесів;

дослідити короткострокові та довгострокові зв'язки між валютно-монетарними факторами та макроекономічними змінними з метою перевірки результативності заходів валютного регулювання;

запропонувати практичні рекомендації щодо підвищення адекватності оцінювання та ефективності використання механізму ВП з метою зміцнення ФСЕ країни.

Об'єктом дослідження є економічні відносини, що виникають у процесі формування та реалізації валютної політики держави.

Предметом дослідження є теоретичні аспекти та науково-методичні підходи до ефективного використання механізму валютної політики у забезпеченні фінансової стабільності економіки України.

Методи дослідження. Теоретико-методологічною основою для проведеного дисертаційного дослідження виступають засадничі положення теорії фінансів, банківської справи, валютного, грошово-кредитного та макропруденційного регулювання, фінансової стабільності, а також наукові напрацювання закордонних та вітчизняних вчених із зазначених напрямів дослідження.

Для реалізації визначеної мети та поставлених завдань автором були використані наступні методи наукового дослідження: аналіз, синтез, наукова абстракція, порівняння та аналогія (при розгляді наукових підходів до визначення сутності, цілей та завдань ВП в системі забезпечення ФСЕ); історико-логічний метод, статистичний аналіз та узагальнення (при систематизації етапів розвитку ВП НБУ), методи порівняння, експертних оцінок, синтезу, індукції та дедукції (при розробці карти оцінювання ризиків ФСЕ України та систематизації критеріїв ефективності ВП); економіко-математичне моделювання з використанням інструментарію векторних авторегресій (VAR) та векторних моделей корекції помилки (VECM) (при визначенні курсоутворюючих факторів та пошуку короткострокових ефектів та довгострокових зв'язків між валютно-монетарними факторами та показниками ФСЕ).

Інформацію та фактологічну базу наукового дослідження склали законодавчі та нормативно-правові документи з питань реалізації грошово-кредитної та валютної політики, статистичні та аналітичні дані НБУ, Державного комітету статистики України, Міністерства фінансів України, Міністерства економічного розвитку і торгівлі України. Опрацьовано звітно-аналітичні матеріали Міжнародного валютного фонду (МВФ), Світового банку, Європейського центрального банку, Федеральної резервної системи США, інших міжнародних фінансових організацій та центральних банків

світу. Проаналізовано публікації зарубіжних та вітчизняних авторів у сфері валютного регулювання, ГКП та фінансової стабільності.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у поглибленні теоретичних положень та розробці методичного забезпечення і практичних рекомендацій щодо підвищення результативності механізму валютної політики, спрямованого на забезпечення фінансової стабільності економіки України. Найбільш вагомими науковими результатами дисертаційного дослідження є такі:

вперше:

розроблено факторно-критеріальну модель оцінювання результативності валютної політики (ВП), що описує якісні та кількісні індикатори реалізації механізму ВП, ідентифікує короткострокові ефекти та довгострокові зв'язки між валютно-монетарними факторами та показниками фінансової стабільності економіки (ФСЕ), характеризує адекватність важелів ВП фінансово-економічній ситуації в країні і світі та здатність протистояти негативним внутрішнім і зовнішнім шокам;

удосконалено:

науково-методичний підхід до класифікації критеріїв ФСЕ та визначення індикаторів кризових станів фінансової системи, що, на відміну від існуючих, базується на запропонованій “карті оцінювання ризиків”, яка враховує особливості країн з ринками, що формуються, і виклики вітчизняної економіки, що дозволяє підвищити рівень обґрунтованості оцінки стану ФСЕ в Україні;

теоретичні та методичні підходи до визначення курсоутворюючих чинників, що, на відміну від існуючих, розглядають валютний курс як один із ключових показників ФСЕ та інструментів її забезпечення, враховують адекватність ринкового та керованість реального обмінних курсів, що дає можливість оцінити відповідність курсу національної валюти макроекономічній ситуації в країні та спроможності протистояти валютній кризі;

методологічні основи впорядкування механізму реалізації ВП, відмінністю якого є окреслення місця та ролі важелів ВП в системі забезпечення ФСЕ у взаємодії з механізмами грошово-кредитного та макропруденційного регулювання, адекватного обраному монетарному режиму та стану рівноваги фінансової системи;

стратегію валютної політики щодо запровадження режиму керованого плавання курсу національної валюти, що, на відміну від існуючих підходів, базується на забезпеченні валютного орієнтира за системою “BBC” (*Basket, Band, Crawl*) (адекватний рівень обмінного курсу, діапазон коливань та мультивалютна прив’язка), який дозволяє підтримувати монетарну стабільність на перехідному до інфляційного таргетування етапі в умовах нерозвинутості процентного каналу монетарної трансмісії та високої ймовірності цінової волатильності;

набули подальшого розвитку:

систематизація теоретичних підходів до оцінювання ролі валютно-монетарних засобів у встановленні макроекономічної рівноваги в процесі еволюції світової валютної системи, яка виявила значущість валютного орієнтира у трансформації монетарного устрою в країнах з ринками, що формуються, спрямованої на підтримання ФСЕ в умовах рецесії світової економіки;

методологічні основи аналізу ефективності інструментів ВП з позиції їх диференціації за економічною та адміністративною сутністю, визначення відповідності прогностичних та фактичних цільових орієнтирів на різних етапах розвитку ВП; поелементного та інтегрального оцінювання їх адекватності і керованості, а також дієвості передавання імпульсів фінансовому та реальному секторам економіки;

трактування економічного змісту понять: “фінансова стабільність економіки” (ФСЕ) – як комплексної характеристики динамічного стану рівноваги фінансової системи, яка дозволяє ефективно розподіляти фінансові ресурси, здійснювати оцінку та управління ризиками, забезпечує запас

міцності для протистояння зовнішнім та внутрішнім шокам, зберігає параметри у визначених межах протягом тривалого часу за всіма складовими (стабільність національної валюти, фінансових ринків та інфраструктури, збалансованість макроекономічних параметрів та державних фінансів); “система забезпечення ФСЕ” – як організованої державою діяльності суб’єктів фінансових відносин нормативно-правового, інформаційного, регулятивного та контролюючого характеру щодо мінімізації ризиків, протидії негативним зовнішнім шокам та підтримання ефективної взаємодії між фінансовою системою та реальним сектором економіки.

теоретико-методологічні положення щодо реалізації режиму цінової стабільності в країнах з ринками, що формується, які передбачають застосування гнучких механізмів курсоутворення із дотриманням принципу керованості реального ВК;

методичні підходи до управління золотовалютними резервами (ЗВР) ЦБ в частині визначення їх адекватного розміру, оптимальної валютної та інструментальної структури в умовах значних фінансових дисбалансів в країні і світі;

науково-методичні засади та практичні аспекти ідентифікації, управління та контролю за валютними ризиками банківських установ, які доповнено критичним аналізом сучасних підходів стрес-тестування, внутрішніх моделей оцінювання ринкових ризиків, методів управління валютною структурою балансу та хеджування валютних ризиків з урахуванням рекомендацій Базельського комітету та особливостей пруденційного регулювання в Україні.

Практичне значення одержаних результатів полягає у застосуванні науково-методичних підходів, практичних рекомендацій та висновків дисертаційного дослідження в діяльності органів державного управління, комерційних банків, інвестиційних компаній з метою оцінювання ризиків фінансової стабільності та прогнозування макроекономічних показників, а

також у навчальному процесі при викладанні дисциплін для студентів економічних спеціальностей та спеціальностей з інформаційних технологій.

Основні положення та висновки дисертаційного дослідження використовуються в Сумському державному університеті при викладанні таких дисциплін: “Управління фінансовими ризиками”, “Банківські операції” (акт № 12 від 02.10.2013), “Математичні методи в економіці”, “Моделювання економічних, екологічних та соціальних процесів”, “Економетрія”, “Прикладна економетрія” (акт про впровадження № 11 від 25.09.2013). Практичне застосування наукових результатів дисертаційної роботи підтверджено довідками про впровадження структурних підрозділів ПАТ “ВіЕйБі Банк” (№ ВД-74-448 від 22.07.2013) та ПАТ “Златобанк” (№ 132 від 23.07.2013) у м. Суми. В оперативній діяльності комерційного банку ПАТ “ВіЕйБі Банк” використовується авторський підхід до аналізу короткострокових і довгострокових зв'язків між показниками фінансового та реального секторів економіки, який дає можливість оцінити чутливість банку до екстремальних змін ВП та ГКП НБУ. Структурним підрозділом ПАТ “Златобанк” використовується запропонована методика оцінювання ризиків ФСЕ, прогнозування валютного курсу та управління валютними ризиками в умовах глобальної нестабільності та невизначеності пріоритетів ВП НБУ.

Розроблений автором підхід до визначення якісних характеристик та кількісних параметрів стійкості фінансової системи регіонального рівня використовується Сумською обласною державною адміністрацією при реалізації Стратегії соціально-економічного розвитку Сумської області на період до 2015 року “Нова Сумщина – 2015” (довідка № 01-19/2045 від 05.04.2012).

Апробація результатів дисертації. Основні положення і результати виконаного наукового дослідження дисертації доповідались, обговорювались та одержали позитивну оцінку на міжнародних та всеукраїнських науково-практичних конференціях, серед яких:

Міжнародна науково-практична конференція «Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика» (м. Суми, 2007, 2008), Міжнародна науково-практична конференція молодих вчених та студентів «Інтеграційні процеси в економіці України» (м. Харків, 2008), Всеукраїнська науково-практична конференція «Становлення і розвиток банківської системи України в умовах ринкових перетворень в економіці» (м. Тернопіль, 2008), Всеукраїнська науково-практична конференція «Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України» (м. Суми, 2009, 2012), Міжнародна науково-практична конференція «Міжнародна стратегія економічного розвитку регіону» (м. Суми, 2010), Всеукраїнська науково-практична конференція «Сучасні тенденції розвитку інформаційних технологій в науці, освіті та економіці» (м. Луганськ, 2010), Всеукраїнська науково-практична конференція «Комп'ютерне моделювання та інформаційні технології в науці, економіці і освіті» (м. Одеса, 2011), Міжнародна науково-практична конференція «Інформаційні технології, системний аналіз і моделювання соціоекологоекономічних систем» (м. Київ, 2011), Міжнародна науково-практична інтернет-конференція «Актуальні проблеми економіки і управління в сучасних соціально-економічних умовах» (м. Дніпропетровськ, 2012), Міжнародний науково-практичний конгрес «Сучасні інструменти економіки. Модернізація. Нові альтернативи» (м. Відень, Австрія, 2013).

Публікації. Основні положення, висновки і результати дисертаційного дослідження опубліковано в наукових працях загальним обсягом 5,51 ум. друк. арк., з яких особисто автору належать 4,62 ум. друк. арк., у тому числі 7 статей у наукових фахових виданнях, одна стаття у міжнародному виданні та 12 публікацій у збірниках матеріалів конференцій.

Структура і зміст роботи. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Загальний обсяг дисертації – 298 сторінок, у т.ч. основного тексту 213 сторінок, 32 таблиці, 55 рисунків, 5 додатків, список літератури з 262 найменувань.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ РЕАЛІЗАЦІЇ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ

1.1 Еволюція теоретичних підходів до визначення ролі валютно-монетарних засобів в економічній системі

Історичні події, розвиток світової економіки та валютної системи (система золотого стандарту → Бреттон-Вудська → Ямайська → Європейська валютна система) змінювали наукові підходи щодо визначення цілей, методів та інструментів реалізації ВН та ГВП, їх місця у макроекономічному регулюванні. Об'єктами досліджень виступали ВК, пропозиція грошей, відсоткова ставка, інфляція, валютний та монетарний режим, макроекономічна рівновага.

Класична економічна теорія, з якою пов'язують становлення економічної теорії як науки, підтримувала концепцію «нейтральності» грошей відносно процесів у реальному секторі економіки. Перші спроби аналізу грошово-кредитної сфери присутні у кількісній теорії грошей, розвинутої представниками класичної школи Д. Юмом (*Hume, 1752*) та Д. Рікардо (*Ricardo, 1817*). Вони встановили пряму залежність між зростанням кількості грошей та підвищенням цін за незмінності товарної маси [1, с. 57].

Згідно концепції економічного лібералізму А. Сміта (*Smith, 1776*), що базується на невтручанні держави у господарську діяльність, підтримання повної зайнятості в економіці відбувається за допомогою гнучких товарних і ресурсних цін, а також механізму відсоткової ставки грошового ринку, який забезпечує баланс між заощадженнями та інвестиціями [1, сс. 50-51]. Розвиток класичної теорії припадає на період золотого стандарту, коли золотий вміст кожної валюти було зафіксовано. Динаміка ВК визначалася змінами платіжного балансу, який коректувався стихійно шляхом переливання золота з одних країн у інші [2, сс. 59-60].

Номіналістична теорія грошей, що бере початок у XVIII ст., розглядала гроші як умовний знак, що використовується виключно як платіжний засіб і має вартість, визначену номіналом. Панівне становище у політекономії концепція зайняла в кінці XIX – на початку XX ст., що пов'язано із виходом трактату «Державна теорія грошей» Г. Кнаппа (*Knapp, 1905*). Автор доводить, що купівельна спроможність валют визначається цінами, які залежать від кількості грошей в обігу. Відповідно, ВК не має вартісної основи, а валютний паритет утворюється державними органами відповідно до завдань економічної політики, яка проводиться в країні [2, с. 48]. Зважаючи на великі витрати та значні золоті резерви, необхідні для підтримки паритету ВК, Г. Кнапп та його послідовники закликали до укладання валютних угод між групами держав з метою обміну валют за фіксованим курсом. Ці рекомендації були реалізовані державами у 1930-і рр. після світової кризи при створенні валютних блоків.

Економісти неокласичної школи останньої третини XIX – початку XX ст., як і класики, вірили в ефективну саморегулюючу ринкову економіку, заперечували необхідність втручання в економічні процеси, а гроші розглядали як оболонку для номінального виразу реальних величин, таких, як випуск продукції, доходи, інвестиції тощо. Згідно кількісної теорії грошей І. Фішера (*Fisher I., 1911*) зміна номінальної кількості грошей викличе лише пропорційні зміни абсолютного рівня цін, що робить ГВП неефективною. Головним завданням уряду представники Кембріджської неокласичної школи (І. Фішер, А. Маршалл, А. Пігу) вважали дотримання збалансованого бездефіцитного бюджету держави. Пізніше А. Пігу (*Pigou A., 1943*), виступив з критикою Дж. Кейнса відносно можливостей ринкового механізму відновлення рівноважного стану економіки [1, с. 141]. «Ефект Пігу» полягає в тому, що зростання цін в умовах гнучкого ціноутворення та відсутності інфляційних очікувань, зумовлює збільшення заощаджень та скорочення споживання, що знижує ціни та забезпечує рівновагу економіці. Аналогічно, в умовах неповної зайнятості та зменшення цін економічні агенти починають

менше заощаджувати та більше витратити, що підтримує ціни та зайнятість. Головним інструментом ГКП неокласики вважають ставку відсотка, яка формується під впливом попиту і пропозиції грошей.

Світова економічна криза 1929-1933 рр., поставивши під сумнів можливості ринкового механізму щодо саморегулювання, дала поштовх до виникнення нового напрямку макроекономічної теорії – кейнсіанства. Концепція Дж. М. Кейнса (*Keynes, 1936*) базувалась на необхідності державного стимулювання сукупного попиту заради зростання виробництва і зайнятості, передусім фіскальними методами. Завданням монетарного регулювання було підтримання низького рівня відсоткових ставок заради зниження платежів за борговими зобов'язаннями уряду, стимулювання інвестицій та забезпечення помірної інфляції [1, сс. 159-165].

Система золотого стандарту, яка передбачала автоматичне вирівнювання платіжних балансів, більше не могла забезпечувати стабільну динаміку ВК і, відповідно, безкризовий розвиток світової економіки. На базі кейнсіанства з'явилися нові підходи до регулювання ВК, які вказували на необхідність запровадження незалежної ГКП ЦБ:

- теорія регульованої валюти (Дж. Кейнс, І. Фішер, Р. Хоутрі, Дж. Пленге - 1920-і рр., Р. Нюрксе, Г. Холм. – 1930-і рр.);
- теорія еластичності (Дж. Бікердайк (1920), А. Маршал (1923), А. Лернер (1944), Дж. Робінсон (1947), А. Метцелер (1950));
- дохідно-абсорбційний підхід (С. Александер, Дж. Мід, А. Харбергер 1950-ті рр.)

Теорія регульованої валюти представлена двома напрямками: теорія маневруючого залишку та еластичних паритетів (І. Фішер та Дж. Кейнс); теорія курсів рівноваги та нейтральних курсів [2, сс. 48-49]. Фішер (*Fisher, 1921*) вважав, що стабілізація купівельної спроможності грошей має здійснюватися через маневрування золотим паритетом грошової одиниці. На відміну від нього, Кейнс (*Keynes, 1923*) захищав еластичні паритети стосовно нерозмінних кредитних та паперових грошей. Його рекомендації щодо змін

рівня ВК в залежності від поточних зовнішньоекономічних умов були використані у програмі англійського уряду. Теорія нейтральних курсів замінює паритет купівельної спроможності поняттям «рівновага курсу». На думку прихильників цієї теорії, нейтральним є ВК, який відповідає стану рівноваги національної економіки [2, с. 50]. При цьому ВК розглядався як цінова категорія, яка залежить від попиту та пропозиції валюти та факторів, що на них впливають.

Критеріями рівноважного ВК називають наступні умови:

- рівновага торговельного балансу і потоків капіталу, відсутність високого рівня безробіття (Дж. Кейнс);
- «нейтральним» є таке значення обмінного курсу, яке не створює штучних стимулів ані для імпортерів, ані для експортерів (Р. Нюрксе);
- курс має відповідати паритету купівельної спроможності, не викликати високого рівня безробіття, не підривати експорт та стримувати витік золота і іноземної валюти з країни (Г. Холм).

Якщо рівноважний ВК перестає відповідати зазначеним вище умовам, то необхідно перейти до іншого рівня курсу, який би задовольняв усім перерахованим критеріям. У подальшому на основі цього підходу з'явилися нові теорії: теорія раціональних очікувань операторів валютного ринку (ВР), яка аналізує вплив їх поведінки (купівля або продаж певної валюти) на курсові співвідношення; теорії гіперреакції ВК на економічні події; гіпотези «новин» як фактора формування ВК; концепція портфельного балансу, яка враховує вплив зростаючого міжнародного руху капіталу на ВК [2, с. 50].

Сучасне трактування рівноважного ВК в рамках методу макроекономічного балансу (загальної рівноваги) було запропоновано американським професором Дж. Вільямсоном (*Williamson, 1983*). Він увів поняття фундаментального рівноважного ВК (*FEER – Fundamental equilibrium exchange rate*) [3, с. 81], який залежить від фундаментальних факторів та врівноважує у середньостроковій перспективі поточний рахунок (зовнішній баланс) і сальдо заощаджень та інвестицій (внутрішній баланс).

Внутрішній баланс означає, що економіка країни демонструє стабільне зростання, яке забезпечує повну зайнятість та низький рівень інфляції. Зовнішній баланс не обмежується виключно позитивним сальдо рахунку поточних операцій і передбачає чистий притік капіталу, який забезпечує баланс національних заощаджень і інвестицій. На сьогоднішній день існують підходи, за допомогою яких можна визначити поточний, середньостроковий та довгостроковий рівноважні ВК. Слід зазначити, що встановлення ВК на підставі теорії загальної рівноваги потребує ретельної оцінки усіх параметрів внутрішньої та зовнішньої рівноваги, які знаходяться у постійній динаміці.

Подальший розвиток теоретичних концепцій, які описують взаємовідносини ВК, цін і торговельного балансу привів до появи теорії еластичності, яка вивчає еластичності попиту і пропозиції на експорт, імпорт та іноземну валюту і формулює умови для покращення платіжного балансу за допомогою девальвації національної валюти. Зміст цього положення, запропонованого вченими – неокласиками Маршаллом (*Marshall, 1923*) і Лернером (*Lerner, 1944*) такий: ефект від девальвації буде позитивним, якщо абсолютне значення суми еластичності експорту та імпорту за відносною ціною перевищить одиницю [3, с. 71]. Умова Маршалла-Лернера вважається умовою стабільності ВР. ВР стабільний, якщо на попит і пропозицію діють доцентрові сили, які при коливаннях повертають їх у рівноважний стан. Якщо на попит і пропозицію впливають чинники, що посилюють дисбаланс, ВР вважається нестабільним. Тільки якщо достовірно визначено на підставі розрахунків еластичності попиту і пропозиції на валюту, що ринок є стабільним, розумно використовувати у тій чи іншій формі зниження ВК для вирівнювання торговельного балансу. Якщо ж ринок нестабільний, навпаки, подорожчання, або ревальвація національної валюти може привести торговельний баланс у рівновагу. Емпірично науковцями було встановлено, що в короткостроковому періоді девальвація не покращує торговельний баланс країни, оскільки ціни змінюються в меншій пропорції, ніж ВК, і реагують на його коливання з відповідним лагом.

Продовженням дослідження впливу ВК на економічну рівновагу є дохідно-абсорбційний підхід С. Александера (*Alexander, 1952, 1959*), Дж. Міда (*Meade, 1951*) та А. Харбергера (*Harberger, 1950*), який враховує взаємозв'язок між торговельним балансом і макроекономічними ефектами. Науковцями було встановлено, що торговельний баланс може бути покращений шляхом збільшення доходу або зменшення рівня абсорбції (внутрішнього споживання). При цьому девальвація розглядається як дієвий інструмент впливу на обидва фактори: збільшуючи експорт і скорочуючи імпорт, вона приводить до зростання доходу [4, сс. 80-81].

Основним недоліком абсорбційного підходу є те, що він не враховує роль еластичностей: можливі ситуації, коли зростання доходу не приведе до покращення торговельного балансу. Так, зниження цін в результаті девальвації може не викликати розширення експорту через невисоку еластичність іноземного попиту на експорт, а також через низьку еластичність експортної пропозиції. Збільшення внутрішніх доходів може сприяти збільшенню попиту як на імпорт, так і на експорт, у тому випадку, коли виробництво експортних товарів сильно залежить від імпорту. Імпорт буде скорочуватися, коли зростання доходів в країні викликано збільшенням виробництва імпортозамінної продукції.

Прийняття у 1944 р. Бреттон-Вудської валютної системи, яка базувалася на золото-доларовому стандарті, і повна відміна золотого стандарту 15 серпня 1971 р., не залишили ніякого вбудованого регулятора, посиливши фінансову вразливість країн. Гроші поступово стали забезпечуватися виключно довірою та відповідальністю урядів держав-емітентів, що спричинило збільшення волатильності валютних ринків та циклічності економіки [5].

Зародження нових стандартів світової валютної системи відбувалося в умовах укладання угод між країнами щодо взаємного коригування обмінних курсів у невеликих межах, потім з'явилися концепції "валютної змії" та "змії у коридорі", оптимальних валютних зон і т. д. Зважаючи на посилення

кризових процесів у світі та зменшення запасу міцності для протистояння зовнішнім і внутрішнім шокам, багато науковців і практиків схиляються до гнучкого курсоутворення. Втім, підходи фіксованих і регульованих обмінних курсів залишаються також актуальними. Створення валютних союзів наразі також розглядається як можливість підтримати фінансову стабільність країн.

У 1960-1990 рр. в розвинутих ринкових економіках відбувається поступове зняття обмежень на транскордонні операції з капіталом, що сприяло глобалізації світової фінансової системи (СВС). В теорії це мало завершитися повною мобільністю капіталу, яке забезпечило б вирівнювання відсоткових ставок між країнами [6]. Процес лібералізації іноді мав зворотній характер через кризові явища, що періодично виникали по всьому світу. Розпад Бреттон-Вудської системи та системи фіксованих ВК, відмова від конвертації доларів у 1971 р. стали найбільшим викликом фінансової стабільності. У січні 1975 р. в Кінгстоні було підписано угоду щодо оформлення нової Ямайської СВС. Нова система базувалася на тому, що країни можуть вільно обирати режими ВК, але де-факто долар США зберігав статус світової валюти. ГКП та ВП ЦБ стають все більш взаємопов'язаними.

Результатом теоретичних напрацювань щодо ефективності монетарної політики в залежності від вибору режиму ВК у малій відкритій економіці стає модель Манделла-Флемінга. Р. Манделл (*Mundell, 1963*) і Дж. Флемінг (*Fleming, 1962*), незалежно один від одного, розширили макроекономічну модель IS-LM Дж. Хікса аналізом зовнішньої торгівлі та рухом капіталу [3, сс. 237-243]. Модель оцінює рівновагу на товарному (IS), грошовому (LM) та на валютному ринках (BP).



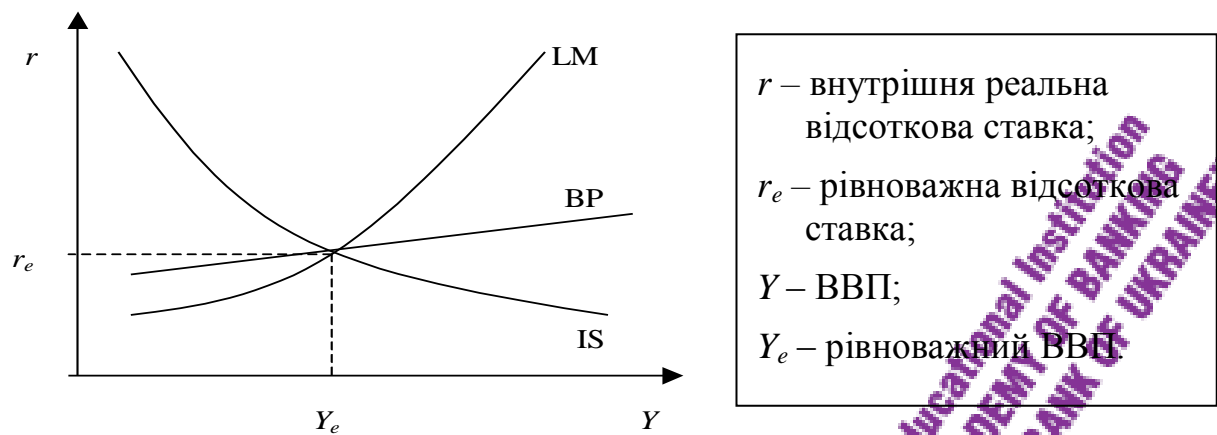


Рисунок 1.1 – Загальна рівновага в моделі IS-LM-MF

Загальна рівновага для відкритої економіки досягається у точці перетину кривих IS, LM (точка внутрішньої рівноваги) та лінії BP, що відображає комбінації процентної ставки і доходу, які забезпечують рівновагу BP і платіжного балансу (див. рис. 1.1). Коли лінія BP не проходить через точку внутрішньої рівноваги – тоді в ринковій економіці виникають сили, які переміщують її в напрямку загальної рівноваги. Ефективність цього процесу залежить від режиму ВК і належної координації ГКП та фіскальної політики. Так, стимулююча ГКП за умови плаваючого ВК приводить до зростання доходу і зниження ВК. В той же час стимулююча податково-бюджетна політика веде до зниження доходу і зростання ВК. В умовах фіксованого ВК проведення самостійної ГКП є неможливим, оскільки рівень грошової пропозиції автоматично змінюється відповідно до встановленого курсу, а макроекономічне регулювання здійснюється виключно фіскально-бюджетними методами.

Ключовим інструментом ГКП в цій моделі виступає ВК, оскільки на визначення відсоткової ставки у малій відкритій економіці впливає рух міжнародного капіталу. В умовах фіксованого режиму ВК ГКП може стати ефективною лише при проведенні девальвації або ревальвації. Проте, цей ефект буде тимчасовим через подальше вирівнювання цін між країнами.

Модель Манделла-Флемінга побудована з урахуванням певних

припущень, що зменшує її практичну цінність:

- 1) цінова стабільність ($\frac{P_F}{P_D} = const$), тому в моделі розглядається лише номінальний ВК ($E_R = E_N$).
- 2) споживання (абсорбція) приватного сектору пропорційне наявному доходу і обернено залежить від реальної відсоткової ставки;
- 3) імпорт залежить тільки від ВВП (зростає зі збільшенням Y); експорт залежить тільки від ВК (ВК зростає зі зниженням експорту).
- 4) усунення надлишку і дефіциту платіжного балансу відбувається автоматично (через зміни в пропозиції грошей за фіксованого валютного режиму та через зміни ВК при гнучкому курсоутворенню).
- 5) не враховується вплив політичних і спекулятивних факторів на ВК, а також на переміщення капіталу [3, с. 248].

Посилення інфляційних процесів, валютна нестабільність та зростання безробіття у 1970-х рр. викликали критику кейнсіанського підходу, який віддавав перевагу фіскальним методам регулювання у поєднанні з політикою «дешевих грошей». Підвищився інтерес до неокласичних (монетаристських) теорій, які розглядали грошову масу як ключовий фактор, що визначає економічну кон'юнктуру [7]. Ідеологи монетаризму К. Бруннер (*Brunner K.*), М. Фрідмен (*Friedman M.*) А. Шварц (*Schwartz A.*) стверджували, що головним об'єктом грошово-кредитного регулювання має бути не ставка відсотку (згідно кейнсіанської концепції), а темпи зростання пропозиції грошей, які мають, з одного боку, стимулювати зростання випуску, а з іншого, не викликати інфляційні процеси в економіці [8]. За монетаристським підходом поступове зростання грошової пропозиції на 3-5% разом із скороченням державних витрат мало гарантувати стійкість відсоткових ставок, високу зайнятість та економічне зростання. При цьому, стабільний рівень цін розглядався пріоритетною макроекономічною метою.

Для реагування на економічні виклики М. Фрідмен запропонував використовувати політику “дешевих” або “дорогих” грошей [9]. Перший

напряму, відомий як експансійна грошово-кредитна політика, базується на зниженні облікової процентної ставки, купівлі ЦБ державних цінних паперів, заради стимулювання споживання і зайнятості при економічному спаді. Така політика є антициклічним заходом грошово-кредитного регулювання.

Політика “дорогих” грошей або «рестрикційна» грошово-кредитна політика має на меті зниження темпів інфляції через обмеження грошової пропозиції за рахунок підвищення процентних ставок і продаж ЦБ державних цінних паперів. Антиінфляційна монетарна політика має позитивний ефект у разі економічного піднесення в країні. Оптимальним середовищем для її реалізації є гнучкий режим ВК, який повинен підтримувати активне сальдо платіжного балансу. Представники монетаристського підходу пропонували використовувати девальвацію національної валюти для зниження реального попиту на гроші і, як наслідок, покращення платіжного балансу країни [10].

Активізація міжнародних розрахунків та інтернаціоналізація процесу інфляції сформували новий підхід – глобального монетаризму. Його представники зазначають, що в умовах плаваючих ВК у відкритій економіці ступінь незалежності ГВП дійсно зросла. Проте можливості впливу ЦБ на економічну активність у короткостроковому періоді обмежуються стрімким зростанням руху короткострокового капіталу. Зниження відсоткової ставки призводить до його відтоку у пошуках більшої дохідності, падіння ВК та прискорення інфляції. Це вказувало на необхідність включення до монетаристських схем зв'язок внутрішнього грошового обігу зі СВС, а також взаємозалежність ГВП та ВП [11, сс. 567-573].

З метою вирішення зазначених проблем представниками монетаризму було запропоновано макроекономічні моделі фінансових ринків (Дж. Тобін), моделі ВК, зокрема: теорію плаваючих ВК (М. Фрідмен), теорію оптимальних валютних зон (Р. Манделл), теорію коридорів ВК (А. Аткинсон) та інші. Дані концепції розкривають зв'язок ВК із внутрішнім грошовим

обігом, вказуючи на існування в довгостроковій перспективі оберненої залежності між рухом внутрішніх цін і коливанням ВК.

Теорію плаваючих ВК пропагувало широке коло економістів, серед яких: представники Чикагської школи – М. Фрідмен (*Friedman M., 1973*), Г. Джонсон (*Johnson H., 1971*); Фрайбургської школи – Л. Ерхард (*Erhard L., 1958, 1963*), Г. Гірш (*Hirsch H., 1970*), Е. Дурр (*Durr, 1954*), Принстонського університету – Ф. Махлуп (*Machlup F., 1966*), Стокгольмського університету – А. Ліндбек (*Lindbeck A., 1967*). Послідовники цієї теорії обґрунтовують наступні переваги режиму плаваючих ВК по відношенню до фіксованого режиму [2, с. 52]:

- 1) автоматичне вирівнювання платіжного балансу;
- 2) вільний вибір макроекономічних методів регулювання;
- 3) стримування валютної спекуляції;
- 4) стимулювання світової торгівлі;
- 5) ВР краще, ніж держава, визначає курсові співвідношення валют.

Насправді ж ідея відмови від державного регулювання ВР виявилася утопічною. Самі послідовники концепції вільного плавання ВК визнають її вразливість. Так, американський економіст Г. Джонсон емпірично встановив, що платіжний баланс реагує на зміни ВК дуже повільно, а спекулятивні потоки капіталу не можуть бути призупинені волатильними ВК. Нестабільність плаваючих ВК підриває впевненість економічних агентів та провокує фінансові кризи. Тому на практиці країни основних валют світу використовують режим керованих плаваючих ВК.

Нормативна теорія ВК (*Birnbaum E. (1968), Meade J. (1971), Mundell R. (1971)*) розглядає ВК як додатковий інструмент регулювання економіки та рекомендує режим гнучкого ВК під контролем держави. Теорія називається нормативною, бо її автори вважали, що ВК мають ґрунтуватися на паритетах і угодах, ухвалених міжнародними органами [2, с. 52].

Одночасно з теорією плаваючих ВК у 1960-х рр. активно розробляється теорія оптимальних валютних зон. Її автори, американські економісти Р.

Манделл (*Mundell R., 1961*), Р. МакКіннон (*McKinnon R., 1963*), П. Кенен (*Kenen P., 1969*) стверджували, що за високого рівня інтеграції країни у світову економічну систему, фіксований ВК є ефективнішим засобом досягнення внутрішнього та зовнішнього балансів порівняно з плаваючим ВК. Головною перевагою створення валютної зони є зростання корисності грошей при переході на єдину валюту, а недоліком – втрата можливості проведення незалежної ГКП. Ця концепція знайшла практичне застосування при створенні валютних блоків країн Європейської економічної спільноти, Карибського басейну, Центральної та Південної Америки, Південно-Східної Азії. Нестабільність Ямайської валютної системи змусила уряди цих держав укласти угоди про фіксацію обмінних курсів своїх валют відносно однієї домінуючої валюти. Основною задачею Європейської валютної системи, яка утворилася у 1979 р., стало, окрім сприяння розвитку торгівлі та економічної інтеграції, забезпечення стабільності ВК та зниження інфляції в країнах – учасниках [12, сс. 15-16].

Хоча реалізація принципу монетарного таргетування, за яким встановлювався допустимий діапазон темпів зростання грошової маси в рік, дозволила ЦБ розвинутих країн подолати інфляцію у 1970-1980-х рр., це не вирішило проблеми спаду ділової активності, що стало причиною економічних криз у 1980-1990 рр.. Предметом дискусій стала можливість здійснення антициклічної ГКП, яка допомагає згладжувати коливання ділової активності та сприяти економічному зростанню.

За стандартною кейнсіанською схемою антициклічна політика у кризовий період має бути направлена на розширення попиту, для чого застосовують пом'якшення грошово-кредитних процедур; під час підйому, навпаки, попит стримується для запобігання зростання інфляції. Практична реалізація такої монетарної стратегії була проілюстрована Дж. Тейлором у 1992 р. [13]. «Правило Тейлора» показує, яким чином ЦБ повинні встановлювати відсоткову ставку у відповідь на зміни в інфляції, випуску та інших економічних умовах. Сучасний посткейнсіанський підхід базується на

стимулюванні пропозиції, тобто створенні умов для ефективного виробництва; у монетарній сфері – це лібералізація кредиту [14, с. 715].

Неокласики вважають, що уряд має утриматися від антициклічної політики, оскільки неочікуваний вплив на чинники сукупного попиту і пропозиції може спровокувати невірну оцінку ситуації економічними агентами. Вони вказують на існування проблеми часових лагів (*policy time lags*), які являють собою інтервал між виникненням потреби в антициклічних заходах та реальним впливом на економічні показники [14, с. 715].

Зважаючи на ескалацію кризових процесів у світі, антициклічне (*countercyclical*) регулювання все ж таки стало невід'ємною складовою сучасної ГВП ЦБ розвинутих країн. Країни, що розвиваються (*emerging market economy*), навпаки, здійснюють проциклічну (*procyclical*) ГВП. В цих країнах для зміцнення довіри до органів грошово-кредитного регулювання, захисту національної валюти та запобігання втечі капіталу застосовують підвищення відсоткової ставки, скорочення грошової бази та інші обмежувальні заходи, які посилюють наявні тенденції в економіці. При цьому режим фіксованого ВК заважає ефективному використанню головного інструмента грошово-кредитного регулювання – відсоткової ставки.

Встановлено, що чинниками, які сприяють проведенню м'якої антициклічної політики, є:

- збалансовані макроекономічні параметри;
- торговельна та фінансова відкритість економіки;
- розвинута фінансова система;
- втілення стратегії інфляційного таргетування (ІТ);
- гнучкий режим ВК.

Реалізація останніх двох факторів дозволила більшості країн, що розвиваються, використати антициклічну монетарну політику під час кризи 2008-2009 рр. [13]. Саме ІТ, на думку вчених, сприяє прозорості та незалежності ЦБ та створює кращі умови для грошово-кредитного стимулювання економічного зростання.

Стисла характеристика розглянутих економічних теорій з точки зору вибору інструментів ГКП, валютного режиму, державного втручання та встановлення макроекономічної рівноваги наведені нижче.

Таблиця 1.1 Еволюція теорії і практики валютно-монетарного регулювання

Етап розвитку СВС	Школа / Інструменти	Валютний режим / Державне регулювання ВК	Встановлення макроеконом. рівноваги
Золотий стандарт (1820 -1922 рр.) Паризька валютна система (з 1867 р.)	Класична / Процентна ставка	Фіксований / Відсутнє	Автоматичне регулювання платіжного балансу через монетний паритет
	Неокласична (Кембріджська– теорія еластичності)/ Процентна ставка, девальвація національної валюти	Плаваючий / Відсутнє	Запропоновано застосування девальвації для покращення торгов. балансу в умовах стабільного ВР
Генуезька валютна система (1922 - 1944 рр.)	Номіналістична / регулювання грошової пропозиції	Фіксований / Присутнє	Автоматичне вирівнювання платіжного балансу через співвідношення рівня цін в різних країнах
	Кейнсіанська (теорія регульов. вал., дохідно-абсорбц. підхід) / Процентна ставка	Керований ВК (фіксований, плаваючий) / Присутнє	ВК – один з інструментів для забезпечення зовнішньої та внутрішньої рівноваги
Бреттон-Вудська система фіксов.	Неокласична (нормативна; теорія плав. ВК) / % ставка, ВК	Плаваючий / Присутнє (Нормат. теорії)	Автоматичне регулювання платіжного балансу

Етап розвитку СВС	Школа / Інструменти	Валютний режим / Державне регулювання ВК	Встановлення макроеконом. рівноваги
валютних курсів (1944 – 1976 рр.)	Кейнсіанська (теорія ключових валют, теорія фіксованих ВК)	Фіксовані паритети ($\pm 1\%$) / Присутнє	Активне втручання держави

Продовження Таблиці 1.1

Етап розвитку СВС	Школа / Інструменти	Валютний режим/ Держ. регулювання ВК	Встановлення макроеконом. рівноваги
Ямайська система (з 1976 р. по теперішній час)	Монетаризм / Процентна ставка, ВК, операції на відкритому ринку	Плаваючий, Вільний вибір режиму ВК / Відсутнє	Автоматичне регулювання платіжного балансу; Перехід від монетарного таргетування до ІТ
Регіонал. валютні блоки (Європ. ВС з 1979 р.)	Теорія оптимальних валютних зон / Процентна ставка	Фіксований (двосторонні ВК з обмеженим коливанням) / Присутнє	Зовнішня і внутрішня рівновага підтримуються через координацію ГКП, ВП і фіскальн. політики країн-учасниць

Джерело: [2], [3], [14], [15], [16]

В сучасних умовах актуальною залишається модель Манделла-Флемінга: через неможливість проведення незалежної монетарної політики в умовах фіксованих ВК перевага надається вільному плаванню валют. Можливим розглядається варіант жорсткої фіксації ВК, встановленої на законодавчому рівні з метою «імпорту» фінансової стабільності. При цьому практика показує, що багато країн, що розвиваються, прагнуть регулювати курси своїх валют з метою підвищення конкурентоспроможності

національних товарів та протидії зовнішнім та внутрішнім шокам. Фінансова глобалізація та поширення кризових процесів переносять акцент у діяльності ЦБ на підтримку стабільності фінансової системи, необхідної для сталого економічного розвитку країни.

Історичний досвід та сучасні виклики макроекономічного регулювання вказують на необхідність дослідження ВП в контексті її взаємодії із ГКП. Спільні та відмінні риси цих політик можна простежити у їх визначеннях.

У вітчизняній літературі ГКП розглядається як комплекс взаємопов'язаних заходів ЦБ, спрямованих на досягнення певних цілей у регулюванні грошового ринку [18, с. 382]. Закон України «Про Національний банк України» в останній редакції визначає об'єкт регулювання як «сферу грошового обігу та кредиту», а його головну мету – «забезпечення стабільності грошової одиниці України» [19]. Слід зазначити, що попереднє визначення містило значно ширшу направленість ГКП – від забезпечення стабільності грошової одиниці України та стримування інфляції до регулювання економічного зростання, стимулювання зайнятості населення і врівноваження платіжного балансу [19]. Встановлення пріоритетності цілей є доречним, з огляду на суперечливість загальноекономічних цілей на певних етапах розвитку країни та декларування НБУ переходу до монетарного режиму ІТ [20].

У зарубіжній літературі ГКП називають монетарною через її вплив на пропозицію грошей, їх доступність та вартість (відсоткові ставки в економіці), а через них на інвестиції та реальний дохід [21, с. 241]. Такий підхід притаманний теорії монетаризму, яка відводить грошовим чинникам головну роль у регулюванні економіки. Загальноприйнятим пріоритетом монетарних органів, які проводять таку політику (ФРС, ЄЦБ, Банк Японії тощо) є забезпечення цінової стабільності, яка створює умови для повної зайнятості та збалансованого економічного зростання [22], [23]. Федеральна резервна система США ставить за мету одночасне стимулювання максимальної зайнятості, стабільних цін та помірних довгострокових

відсоткових ставок [24]. Останнім часом більшість ЦБ світу здійснюють оцінювання та контроль за стабільністю фінансової системи, яка сприяє реалізації основних цілей ЦБ через безперервне й ефективне виконання своїх функцій, навіть за умов значних неочікуваних і негативних шоків [25].

Останнім часом науковці пов'язують ГКП не лише з регулюванням відсоткової ставки та параметрів грошової пропозиції, а й з механізмом формування та координації очікувань в економіці [26], [27]. При цьому засобами впливу можуть виступати як самі інструменти (відсоткова ставка, ВК тощо), так і усні заяви монетарних органів щодо бажаного рівня або напряму зміни цих показників. Отже, на нашу думку, ГКП представляє сукупність економічних, організаційних та правових заходів щодо регулювання грошової пропозиції, валютних та кредитних відносин, формування очікувань, направлених на сприяння загальноекономічним цілям шляхом забезпечення цінової та фінансової стабільності.

Якщо в сучасній науковій літературі та в практичній діяльності ЦБ розвинутих країн ВП не виділяють окремо від монетарної, то для КРФ характерним є її відокремлення з огляду на проблематичність та істотність впливу на економічні процеси. Наукові праці західних вчених в галузі валютних відносин (Р. Дорнбуша, П. Кругмана, Р. Манделла, М. Обстфельда, Дж. Робінсон, К. Рогофф, А. Роуза, Дж.Сакса) присвячені питанням забезпечення макроекономічної рівноваги за різних курсових режимів.

Вагомий внесок у дослідження ВП в умовах фінансової глобалізації зробили вітчизняні та російські фахівці: О. Барановський, Я. Белінська, О. Береславська, А. Гальчинський, В. Геєць, М. Головнин, О. Дзюблюк, С. Дробишевський, Ф. Журавка, О. Кіреєв, Л. Красавіна, В. Круглов, В. Міщенко, С. Моїсеєв, А. Мороз, А. Наговіцин, В. Стельмах та інші. Більшість авторів визначають ВП як сукупність економічних, організаційних та правових заходів у сфері валютних відносин, здійснюваних державою у відповідності з поточними та стратегічними цілями країни [28, с. 316], [18, с. 471], [29, с. 149], [30]. Деякі вчені вважають, що монетарна політика

об'єднує ВП та ГКП [31]. Специфіка ВП полягає у її спрямованості на регулювання грошового обігу та кредиту в іноземній валюті. Відповідно, об'єктом впливу виступає ВР, ВК, золотовалютні резерви (ЗВР), платіжний баланс [32], [33]. Зазначені об'єкти формують основні форми ВП: валютно-курсову політику; управління ЗВР та регулювання платіжного балансу.

Деякі автори відносять до складу суб'єктів ВП, окрім ЦБ та уряду, ще й міжнародні фінансові організації [34, с. 140], [35]. Як частина ГКП, ВП виходить за її межі і регулює окремі питання зовнішньоекономічної політики держави (рис. 1.2).

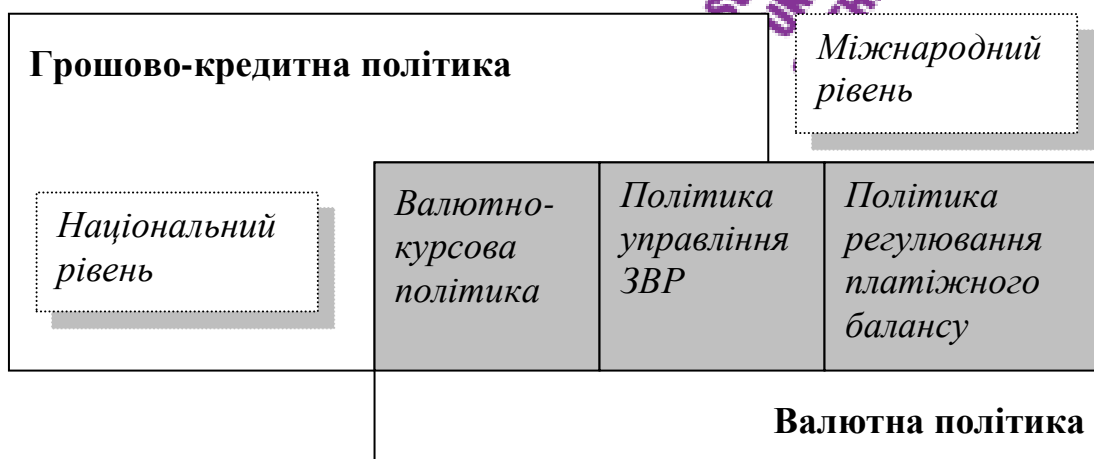


Рисунок 1.2 – Взаємозв'язок валютної та грошово-кредитної політики

Джерело: [18], [28], [32], [33]

Відповідно до статті 10 Господарського кодексу України ВП як один із напрямів державної економічної політики спрямована на встановлення і підтримання паритетного курсу національної валюти до іноземних валют, стимулювання зростання ЗВР та їх ефективне використання [36].

На нашу думку, ВП представляє сукупність економічних, правових та інформаційно-організаційних заходів у сфері валютних відносин, направлених на формування позитивних очікувань економічних агентів, забезпечення ФСЕ та сприяння стратегічним і тактичним цілям держави.

1.2 Валютна політика в умовах трансформації монетарних режимів

Стабільність національної грошової одиниці, визначена на законодавчому рівні як пріоритет у діяльності ЦБ, вимагає її внутрішнього (темпи інфляції) та зовнішнього (стабільність ВК) забезпечення. Якщо ГКП більше стосується внутрішньої стабільності, то ВП – зовнішньої.

Дослідження специфіки ВП, її взаємодії з ГКП вимагає встановлення цілей, суб'єктів, об'єктів, форм та інструментів реалізації. Цільова спрямованість ВП взаємопов'язана з ГКП, що визначає спільний інструментарій та механізм її реалізації (рис. 1.3).

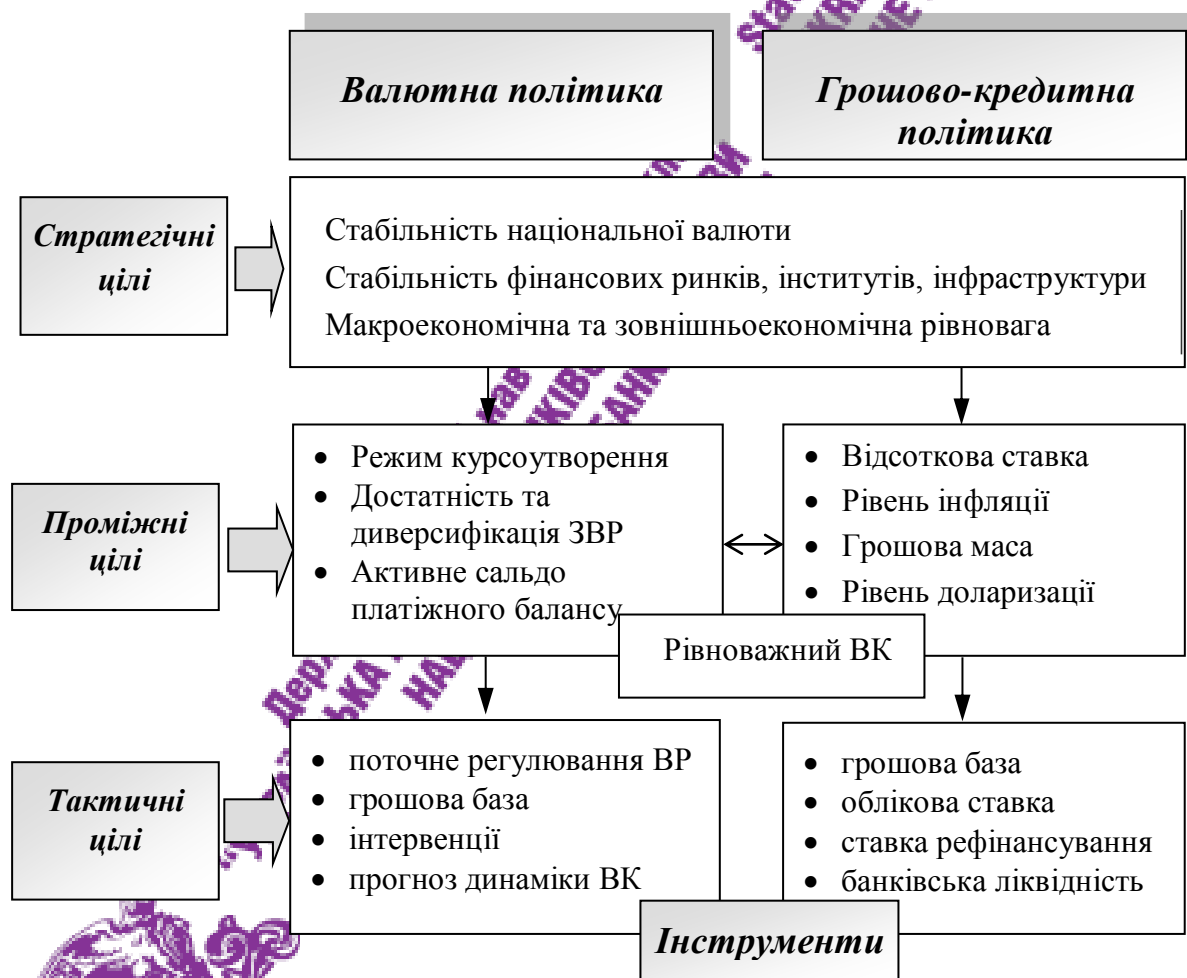


Рисунок 1.3 – Цілі валютної та грошово-кредитної політики

Джерело: [32], [19], [37], [38], [39], [41], [42]

Стратегічні цілі ВП та ГКП підпорядковані основному завданню макроекономічної політики – забезпеченню вирішення триєдиної мети: стає

економічне зростання, оптимальна зайнятість і низька інфляція [37], [38], [39]. Реалізація ВП на практиці потребує визначення пріоритетності загальних макроекономічних цілей, оскільки вони можуть суперечити одна одній на певному етапі розвитку економіки. Зокрема, стабілізація темпів інфляції та здешевлення вартості залучених зовнішніх кредитів через ревальвацію курсу національної валюти суперечить економічному зростанню за рахунок стимулювання експорту. Використання інструментів ВП заради нарощування обсягів інвестиційного імпорту ставить під загрозу підтримку експортних галузей економіки.

Вітчизняне законодавство передбачає пріоритетність досягнення та підтримки цінової стабільності при виконанні НБУ своєї основної функції («забезпечення стабільності грошової одиниці України», ст. 99 Конституції України). Цілями другого і третього рівнів є сприяння стабільності банківської системи та усталеним темпам економічного зростання, якщо це не суперечить меті щодо цінової стабільності [19].

«Валютні війни», які активізувалися у другій половині 2010 р. як протекціоністський захід, направлений на здешевлення національних валют, вкотре засвідчили складність «одновимірного» формулювання цілей монетарної політики [40]. Підтвердженням цього є політика «монетарних пом'якшень», яку активно використовують в останні роки ЦБ США, зони євро, Великобританії, Японії. При цьому показники інфляції стабільно перевищують встановлені цільові орієнтири в більшості країн зони євро та Великобританії, а Національний банк Швейцарії навіть запровадив стелю курсового посилення франка, прив'язавши його до євро.

Внаслідок світової фінансової кризи до 2013 р. четверта частина ЦБ світу визнали своєю метою підтримання ФСЕ, складовими якої є стабільність споживчих цін і цін активів на фінансових та валютних ринках [41]. Вітчизняні науковці Я. Белінська [42], В. Геєць [43], О. Петрик [44], А. Сомик [45] також розглядають фінансову стабільність як пріоритетне завдання ГКП. Зарубіжні дослідники [46], [47], [41], обговорюючи нову

функцію ЦБ, наголошують на необхідності переходу до більш широкого розуміння ІТ, яка вимірюється не тільки індексом споживчих цін (цінова стабільність), а й індексами цін на основні групи активів фінансового ринку (валютні, іпотечні, фондові тощо). *Трасформація монетарних режимів* від таргетування ВК та грошових агрегатів до ІТ та широкого таргетування підвищує роль валютних факторів (ВК, транскордонні потоки капіталу, ЗВР, ступінь доларизації економіки, лібералізація валютних відносин, зовнішній борг) у реалізації поставлених цілей.

Слід зазначити, що ВП може виконувати загальні цілі лише опосередковано – через створення умов та стимулів для економічного зростання та забезпечення стабільності національної грошової одиниці. Досягнення стратегічних цілей потребує послідовного виконання проміжних та тактичних (оперативних) цілей.

Тактичні або операційні цілі ЦБ полягають у регулюванні монетарних змінних: для ВП – це рівень ВК, ЗВР; для ГКП – це обсяг грошової бази, грошової маси, рівень відсоткової ставки. Слід відмітити існуючий взаємозв'язок між операційними показниками ВП і ГКП та використання більшості з них в якості проміжних орієнтирів (див. рис. 1.3).

До специфічних тактичних завдань ВП, що відповідають профілю її діяльності відносять:

- оперативне регулювання ВР;
- регламентація валютних операцій та контроль за їх здійсненням;
- встановлення обмежень чи лібералізація валютних операцій;
- управління та диверсифікація ЗВР;
- оперативне регулювання платіжного балансу.

Проміжні цілі ВП полягають у забезпеченні якісних та кількісних параметрів (номінальних якорів) відповідних економічних процесів, які сприятимуть досягненню стратегічних цілей. Серед кількісних показників основними є параметри ВР: ВК, збалансування попиту і пропозиції на міжбанківському та готівковому ВР, рівні грошової бази та ЗВР, рівень

доларизації економіки, показники поточного рахунку та рахунку операцій з капіталом та фінансових операцій платіжного балансу, зовнішнього боргу країни. Якісними цілями виступають: вибір режиму курсоутворення, збільшення надходжень в іноземній валюті, підвищення конвертованості національної валюти, лібералізація валютних відносин при забезпеченні належного валютного контролю, зменшення рівня доларизації економіки, диверсифікація ЗВР тощо.

Здійснення проміжних цілей впливає на результативність обраного монетарного режиму. Відповідно до того, який показник приймається за номінальний якір або проміжну ціль ГКП, виділяють такі монетарні режими:

1. Таргетування обмінного курсу.

Органи грошово-кредитного регулювання готові купувати або продавати іноземну валюту за визначеним курсом для підтримки заздалегідь оголошеного рівня або діапазона ВК. Цей тип монетарного режиму характерний для таких режимів ВК, як доларизація, валютне бюро (рада), фіксована і повзуча прив'язки, валютний коридор.

2. Таргетування грошової пропозиції.

Проміжною метою ГКП політики є підтримка цільового темпу зростання монетарних агрегатів, таких як, грошова база, М1 чи М2.

3. Інфляційне таргетування (ІТ).

Передбачає публічне декларування середньотермінових кількісних параметрів інфляції, які мають бути забезпечені органами грошово-кредитного регулювання, а також проголошення низького та стабільного рівня інфляції першочерговою довгостроковою ціллю ГКП [48]. Ключовими рисами цього режиму є збільшення відкритості ЦБ відносно цілей ГКП та їх практичної реалізації (отримання запланованого рівня інфляції); використання відсоткової ставки в якості основного інструмента ГКП, а також вільне плавання ВК. ГКП передбачає періодичне корегування відсоткової ставки в залежності від відхилень прогнозу майбутньої інфляції

від оголошеної мети і у меншій ступені в залежності від відхилень фактичного ВВП від стійких темпів зростання.

4. Монетарна програма у зв'язку із залученням фінансування.

Передбачає проведення ГКП і ВП в рамках структури, яка встановлює мінімально допустимий рівень ЗВР та максимально допустимий рівень чистих внутрішніх активів ЦБ. Також додатково можуть вводиться індикативні цільові показники для грошових агрегатів. Дотримання встановлених кількісних параметрів ГКП контролюються кредитором, який надав відповідне фінансування (найчастіше це МВФ).

5. Монетарний режим без явного номінального якоря.

Країна не має явно визначеної проміжної мети ГКП, натомість моніторить різні індикатори її реалізації, або ж відповідна інформація по певній країні відсутня.

Зважаючи на встановлення однозначного пріоритету цінової стабільності перед будь-якими іншими цілями ГКП більшістю розвинутих країн світу, рівень інфляції виступає головним проміжним показником у діяльності ЦБ, починаючи з 1990-х рр. Взявши на озброєння таку модель, ЦБ через процентні ставки регулює вартість грошей в економіці і, через механізм монетарної трансмісії, впливає на рівень інфляції й темпи росту економіки. Ефективність такої ГКП оцінюється по досягненню певного рівня цінового індексу. При цьому ВП вважається більш результативною, якщо за заданого рівня цін забезпечується зовнішня стабільність ВК та незначні коливання таких параметрів як обсяг виробленої продукції, зайнятість населення та розмір відсоткової ставки.

КРФ, намагаючись втілити модель ІТ, часто стикаються з проблемою конфлікту проміжних монетарних цілей через тривале використання ВК в якості якоря ГКП. В науковій літературі її пов'язують з поняттям «неможливої трійці» (*Impossible trinity or Trilemma*), яке заперечує одночасне підтримання фіксованого ВК, лібералізацію руху капіталу та проведення незалежної ГКП [49]. Введене у 1960-х рр. в рамках моделі Манделла-

Флемінга, воно набуло актуальності та отримало практичне підтвердження у 1980 – 1990-х рр.. На думку економістів, саме політика «неможливої трійці» стала причиною валютних криз у цей період.

В Україні наразі спостерігається різноплановий монетарний устрій через одночасне підпорядкування ГКП кільком цілям, рівень ВК національної валюти щодо іноземних валют, рівень інфляції, темпи зростання окремих монетарних агрегатів [50]. Небажання переходити до режиму вільного плавання ВК заважає реалізації незалежної ГКП, робить її непрозорою та погіршує ФСЕ. Ці обставини знижують дієвість каналів монетарної трансмісії, за допомогою яких інструменти та рішення щодо ГКП впливають на змінні фінансового і реального секторів економіки [29], [18], [51], що заважає проведенню ефективної ВП.

Механізм монетарної трансмісії включає процентний канал, канал зміни вартості активів (іноземна валюта, цінні папери, нерухомість та ін.), банківський кредитний канал, канал очікувань [29, сс. 207-210].

В розвинутих країнах головним фінансовим каналом впливу на реальний сектор економіки та інструментом забезпечення інфляційного таргету виступає облікова ставка. Зміну облікової ставки (дисконтна валютна політика) разом зі зміною нормативів обов'язкового резервування, операціями з рефінансування та мобілізації коштів комерційних банків, а також операціями з цінними паперами на відкритому ринку відносять до загальних інструментів ГКП та ВП, які використовуються для регулювання пропозиції грошей в країні, впливаючи при цьому на динаміку ВК опосередковано [32, с. 247].

Дисконтна політика дозволяє не лише регулювати розмір грошової маси, а й контролювати попит на позичковий капітал через канал облікової ставки монетарної трансмісії (рис. 1.4). Збільшення процентних ставок грошового ринку при пасивному сальдо платіжного балансу має сприяти притоку капіталів із країн, де облікові ставки нижчі та стримувати відплив національних капіталів. Це укріплює ВК даної країни, поліпшує стан її

платіжного балансу та дає можливість поповнити офіційні ЗВР. Проте, тривалість позитивного ефекту є сумнівною, оскільки надходження іноземного капіталу до КРФ, носить переважно короткостроковий спекулятивний характер. І навпаки, зниження облікової ставки призводить до відтоку капіталу з країни, падіння курсу національної валюти, зменшення активного сальдо платіжного балансу.

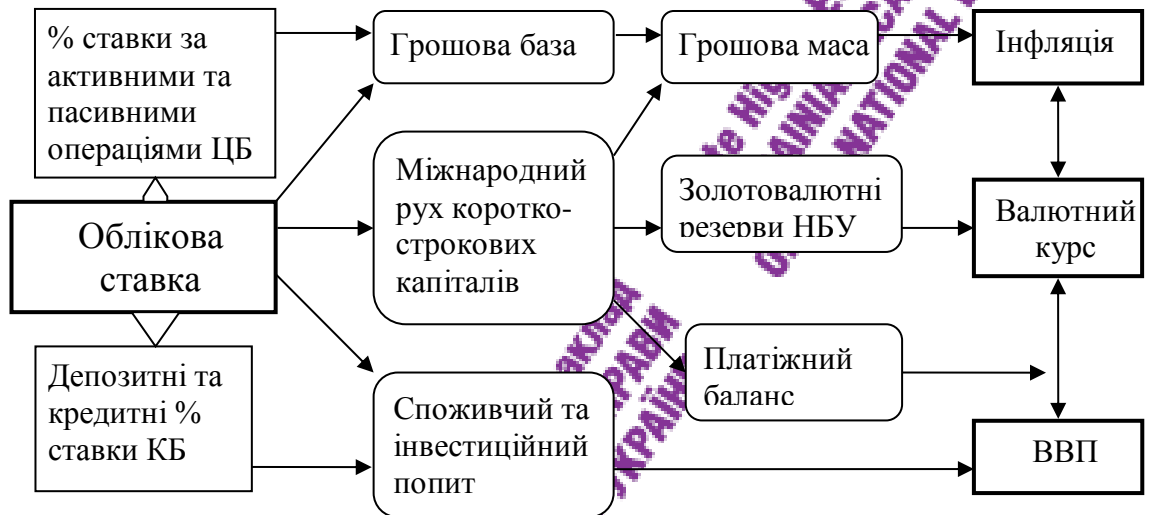


Рисунок 1.4 – Канал облікової ставки монетарної трансмісії

Джерело: [18], [27], [29], [37], [38], [52]

З точки зору впливу на розмір грошової маси – збільшення облікової ставки є проявом стримуючої політики «дорогих» грошей, що має на меті скорочення грошової пропозиції та зменшення інфляції; її зменшення вказує на стимулюючу політику, яка використовується з метою підвищення економічної активності через збільшення грошової пропозиції. Двоїстий економічний ефект цього інструменту вимагає враховувати фінансову ситуацію в країні та світі при прийнятті рішення щодо зміни облікової ставки.

Трансмісійна дія цього інструменту залежить також від тісноти зв'язку між ринковими процентними ставками та обліковою ставкою, що визначається умовами надання та залучення кредитів ЦБ (операцій з рефінансування комерційних банків). Якщо ЦБ готовий надавати та брати кредити (як правило, короткострокові) від банків у необмеженій кількості за

офіційно оголошеною ставкою, відсоткові ставки на міжбанківському ринку, зазвичай, дуже близько відповідають ставкам регулятора. Так, ринкові ставки за міжбанківськими кредитами овернайт в Лондоні слідує за ставками ФРС майже одночасно. В Україні міжбанківський ринок мало пов'язаний з офіційно декларованими ставками НБУ. ЦБ застосовує операції рефінансування до тих банків, які на кінець банківського дня не відповідають визначеним нормативам і потребують додаткового фінансування. НБУ виступає лише в ролі кредитора, сам не позачає коштів за обліковою ставкою, а політика рефінансування комерційних банків не є прозорою та однаковою по відношенню до всіх учасників ринку. Це і обумовлює низьку дієздатність каналу облікової ставки в Україні, залишаючи за нею лише сигнальну функцію для ринку.

Політика обов'язкових резервних вимог використовується ЦБ як антициклічний або антиінфляційний засіб через зміну нормативу, в межах якого комерційні банки зобов'язані частину залучених коштів акумулювати на рахунках у ЦБ. Резервні вимоги впливають на рівень грошової пропозиції, і через трансмісійний механізм – на реальний сектор економіки та рівень цін. Політика, спрямована на зниження норм обов'язкового резервування, направлена на стимулювання ділової активності. Натомість, їх збільшення за певних умов спричинює зниження інфляційного тиску та сприяє стабільності курсу національної валюти [18, с. 429].

Завдяки інструменту обов'язкових резервних вимог політика «кількісного послаблення», що здійснювалася ФРС у 2008-2013 рр., дозволила зберегти цінову стабільність в країні. Відсутність інфляційної реакції на безпрецедентно великі обсяги купівлі ФРС казначейських зобов'язань та цінних паперів, забезпечених заставами, пояснюється зміною резервних правил у 2008 р. Введення нарахування відсотків за надлишковими резервами комерційних банків [53] означало, що після 2008 р. більш висока доступність резервів не призвела до прискореного зростання вкладів компаній і домогосподарств в комерційних банках, які формують

запас грошей, найбільш тісно пов'язаний з інфляцією. Адже приваблива відсоткова ставка, ліквідність та безпека спонукають комерційні банки зберігати надлишкові резерви у ФРС, а не видавати кредити чи робити вклади з метою освоєння збільшених резервів. При цьому не дивно, що «кількісне послаблення» ФРС так мало сприяло збільшенню номінальних витратків та підвищенню активності у реальному секторі економіки США.

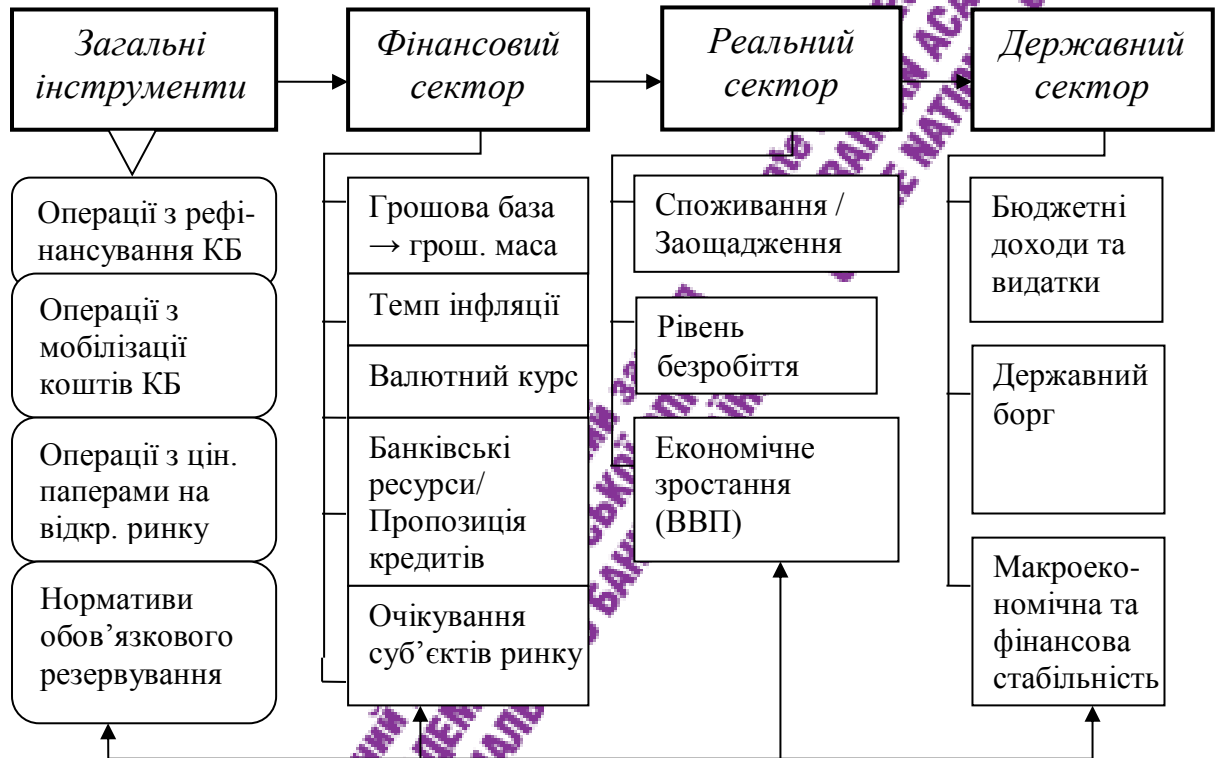


Рисунок 1.5 – Трансмісійна дія загальних інструментів валютної політики

Джерело: [18], [27], [32], [51], [52]

Політика відкритого ринку передбачає регулювання грошової маси в країні шляхом проведення ЦБ операцій з державними цінними паперами на вторинному ринку. Купівля цінних паперів ЦБ збільшує ресурсну базу комерційних банків, що призводить до збільшення грошової маси. Це позитивно впливає на пожвавлення економічної активності у період спаду, проте підвищує ризики інфляційних та девальваційних процесів в економіці. Для їх нейтралізації ЦБ використовує операції з мобілізації коштів комерційних банків шляхом розміщення депозитних сертифікатів. Продаж

цінних паперів, навпаки, вилучає гроші з обігу і звужує грошову масу, що робить стримуючий вплив на економічну активність, проте підвищує відносну цінність національної грошової одиниці.

Якщо загальні інструменти впливають на ВР опосередковано (див. рис. 1.5), спеціальні інструменти розроблені спеціально для регулювання валютних відносин в країні. До них відносять: економічні засоби (девизна політика, диверсифікація ЗВР, регулювання ступеня конвертованості валюти і режиму ВК, ревальвація та девальвація національної валюти) та адміністративні важелі (валютний контроль, обмеження чи лібералізація валютних операцій).

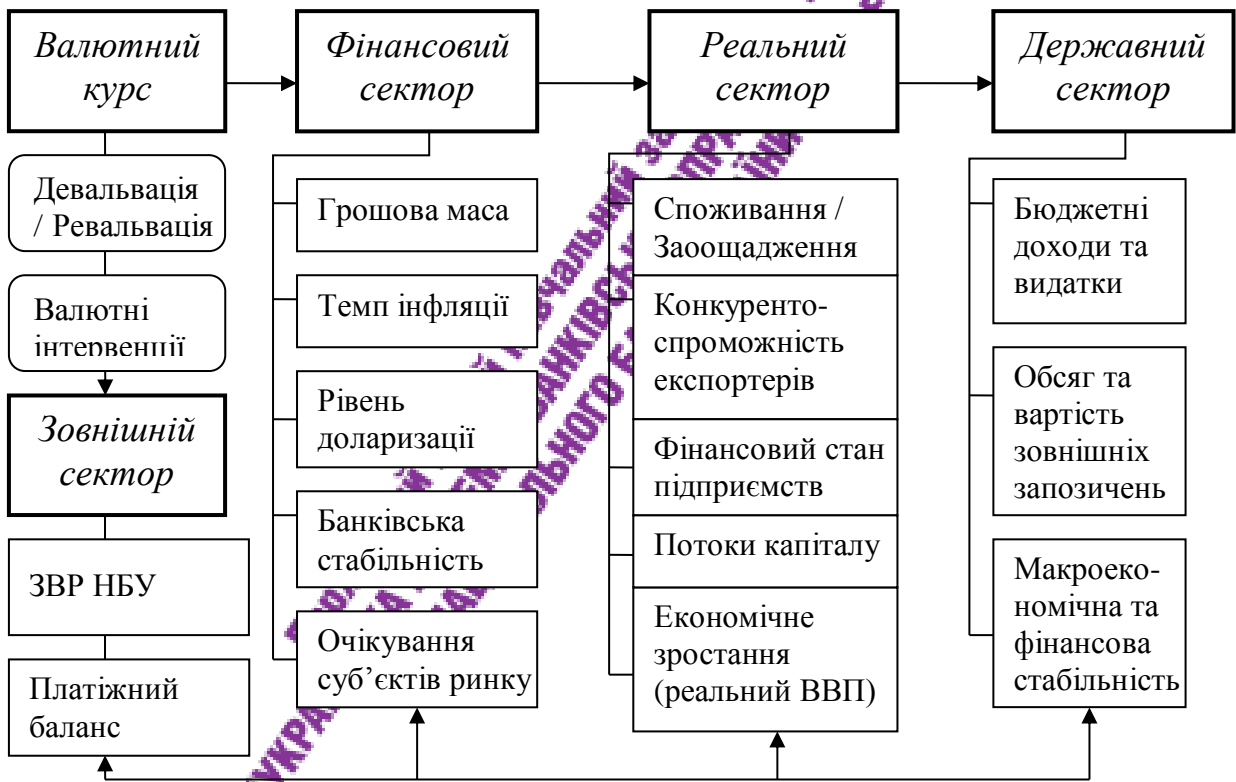


Рисунок 1.6 – Валютний канал монетарної трансмісії

Джерело: [27], [32], [33], [52], [54]

Трансмісійна дія спеціальних економічних інструментів ВР на фінансовий та реальний сектори економіки має найбільш виражений ефект порівняно з іншими монетарними каналами у країнах, що розвиваються [52, сс. 9-11]. Проте, як стверджують науковці МВФ [54], висока доларизація,

притаманна цим країнам, ослаблює вихідний результат трансмісійного каналу ВК. Тому перехід до ІТ не потребує обмеження гнучкості ВК.

Система елементів, форм та інструментів, які використовуються суб'єктами ВП з метою впливу на ВР країни, формують механізм реалізації ВП. Формами ВП є:

1) валютно-курсова політика, яка має на меті регулювання ВК відповідно до встановленого режиму ВК та монетарного режиму.

2) політика управління ЗВР, основною задачею якої є забезпечення стабільності на ВР та міжнародної валютної ліквідності.

3) політика регулювання платіжного балансу та забезпечення зовнішньоекономічної рівноваги в країні.

Елементами реалізації ВП виступають: міжнародне валютне співробітництво та участь у міжнародних фінансових організаціях, валютний контроль та валютне регулювання [18, с. 471]. На нашу думку, до них слід додати прогнозування валютного курсу, яке формує основу ВП при плаваючому режимі ВК.

Як показано на рис. 1.7, механізм реалізації валютної політики залежить від існуючого монетарного режиму, ступеню розвитку та лібералізації фінансового ринку та запасу міцності для протистояння негативним шокам.



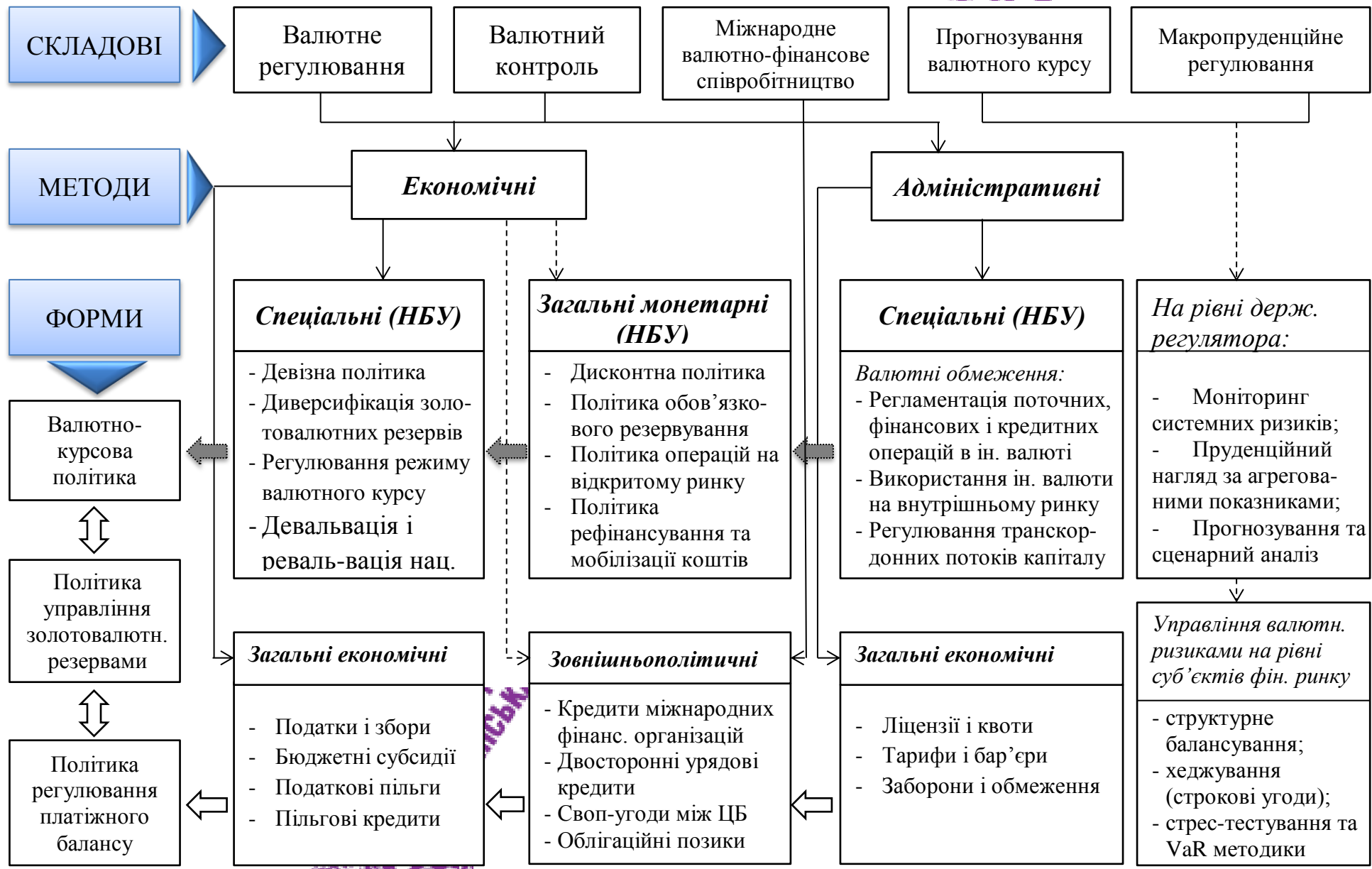


Рисунок 1.7 – Механізм реалізації валютної політики

Джерело: [29], [32], [33], [34], [52], [58]



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"

До суб'єктів реалізації ВП (див. рис. 1.7), крім НБУ, слід віднести Кабінет міністрів України (КМУ) та міжнародні кредитно-фінансові організації, які визначають ключові завдання валютного регулювання та контролю. В умовах посилення тиску на ВК за рекомендацією НБУ Верховна рада України може запроваджувати певні податки і збори, а Міністерство доходів та зборів їх контролювати. Регулювання платіжного балансу НБУ здійснює спільно з Міністерством економічного розвитку і торгівлі шляхом введення ліцензування, квотування та інших обмежень з урахуванням обов'язків, що взяла на себе країна перед СОТ та інтеграційних процесів. З метою вдосконалення політики забезпечення ФСЕ рекомендовано створити два окремих органи регулювання (НБУ) та нагляду (Комісія з фінансової стабільності) за фінансовою системою.

Основним інструментом валютного регулювання є *девiзна політика*, яка впливає на ВК шляхом проведення валютних інтервенцій, що представляють собою цільові операції ЦБ на ВР щодо купівлі-продажу іноземної валюти (девiз) з метою обмеження коливань курсу національної валюти [29]. При перевищенні пропозиції іноземної валюти потреб внутрішнього ринку ЦБ скуповує її, щоб завадити необґрунтованому зміцненню національної грошової одиниці, у разі зменшення валютних надходжень – навпаки, продає іноземну валюту, щоб задовільнити попит. Валютні інтервенції, як правило, здійснюються за рахунок ЗВР, також можуть використовуватися короткострокові позики, міжбанківські угоди типу «своп». Інтервенції ЦБ на ВР впливають як на динаміку ЗВР, так і на обсяг грошової бази. З метою обмеження втручання у внутрішній грошовий ринок ЦБ може проводити стерилізацію інтервенцій, при якій продаж або купівля іноземної валюти на ВР поєднується з однаковою за величиною купівлею або продажем цінних паперів за національну валюту на внутрішньому ринку [29]. Оскільки чутливість ВК до інтервенцій знижується через відновлення надходжень національної валюти на ВР, стерилізовані

інтервенції є менш ефективними для забезпечення валютно-курсової стабільності.

Згідно рекомендацій МВФ, ЦБ може використовувати інтервенції для зниження волатильності ВК, а не для регулювання його рівня. Вони є виправданими лише в разі незначної нетривалої неврівноваженості платіжного балансу. Їх використання в країнах, де від'ємне сальдо зовнішньоторговельних і капітальних операцій має глибоке економічне підґрунтя, є недоцільним через загрозу виснаження ЗВР країни та неможливість підтримати національну валюту. В таких випадках основним інструментом валютного регулювання стають різні види валютних обмежень.

Девальвація та ревальвація, тобто зниження/підвищення ВК відносно іноземних валют або міжнародних розрахункових одиниць [32, с. 298] в умовах режиму плаваючого ВК відбувається постійно під впливом ринкових механізмів. Якщо ВК є фіксованим, девальвація чи ревальвація є наслідком цілеспрямованих дій регулюючих органів. Розрізняють офіційну (відкриту) і приховану девальвації. Відкрита девальвація передбачає оголошення девальвації національної валюти, що супроводжується вилученням з обігу знецінених паперових грошей. При прихованій девальвації зменшення реальної вартості грошової одиниці країни по відношенню до іноземних валют відбувається без офіційної об'яви та обмеження грошового обігу. Ефекти та ризики розвитку економіки внаслідок девальвації чи ревальвації національної валюти представлені на рис. 1.8 – 1.9.





Рисунок 1.8 – Ефекти та ризики девальвації національної валюти



Рисунок 1.9 – Ефекти та ризики ревальвації національної валюти

Джерело: [29], [32], [52], [58]

Валютні обмеження відносять до адміністративних методів впливу, які включають сукупність законодавчих або адміністративних норм щодо регламентації або заборони проведення операцій з валютними цінностями, міжнародних розрахунків, руху товарів, послуг та капіталу [32], [33].

Виділяють наступні форми валютних обмежень:

- 1) ліцензування та обмеження операцій з іноземною валютою;
- 2) вимога проведення валютних операцій через ЦБ або уповноважені комерційні банки;
- 3) повне або часткове блокування валютних рахунків;
- 4) обмеження конвертованості валюти шляхом диференціації її режиму для резидентів та нерезидентів;
- 5) заборона або обмеження вивозу (ввозу) капіталу, в тому числі надання кредитів.

Важливим інструментом прямого впливу є *диверсифікація офіційних міжнародних резервів (ЗВР) (official or international reserves)*, яка передбачає регулювання структури ЗВР з метою забезпечення економічної безпеки держави, проведення міжнародних розрахунків та валютних інтервенцій, а також мінімізації валютних збитків. До складу ЗВР входять: валютні резерви (*foreign exchange reserves*), представлені готівкою, депозитами та цінними паперами в іноземній валюті; монетарне золото; спеціальні права запозичення (*Special Drawing Rights SDR*) та резервна позиція у МВФ [30], [55]. ЦБ розпоряджається ЗВР, виходячи з принципів ліквідності, безпеки та зваженого на ризики інвестиційного доходу.

Регулювання режиму валютного курсу передбачає встановлення порядку визначення і зміни обмінних курсів національної валюти відносно іноземних валют [32, с. 297].

Виділяють три базові режими ВК:

- 1) режим фіксованого курсу;
- 2) плаваючий курсовий режим;
- 3) змішаний або проміжний режим валютного курсу.

Фіксований режим ВК передбачає офіційне встановлення курсу з подальшим його підтриманням на певному незмінному рівні (допустимі коливання до 1%). При цьому коливання попиту та пропозиції на ВР усуваються шляхом проведення валютних інтервенцій ЦБ. Існують різні

способи фіксації ВК:

– фіксація курсу національної валюти до курсу найбільш значущих валют міжнародних розрахунків, до кошика валют або до валют основних торговельних партнерів;

– фіксація курсу на основі змінного паритету: передбачає перегляд співвідношення національної та іноземних валют з урахуванням зміни макроекономічних чинників;

– валютне бюро (валютна рада / *currency board*) – фіксація ВК до валюти-лідера на рівні закону, що супроводжується 100% покриттям грошової бази ЗВР ЦБ та втратою ЦБ можливості активних операцій, як то рефінансування комерційних банків чи проведення операцій на відкритому ринку цінних паперів [56];

– доларизація – використання іноземної валюти в якості законного платіжного засобу, або повна заміна національної валюти іноземною;

– валютний союз – запровадження групою країн у своїх національних економіках спільної грошової одиниці з проведенням єдиної ГКП.

Перевагами фіксованих ВК є:

✓ забезпечення стабільних умов для зовнішньоекономічної діяльності, ціноутворення, прогнозування та планування на мікро- та макrorівнях, особливо в умовах високої волатильності світових ринків та кризового стану національної економіки;

✓ підтримання інфляції на низькому рівні.

До недоліків фіксованих ВК слід віднести:

✓ велика схильність до спекулятивних дій, які можуть зумовити відмову від фіксованого ВК у разі обмеженості ЗВР;

✓ велика вірогідність хибного визначення оптимального рівня ВК;

✓ необхідність постійної підтримки ВК інтервенціями з боку ЦБ.

У цілому, фіксовані ВК призначені для вирішення короткотермінових проблем, як то високий рівень інфляції, валютна чи банківська криза. У довгостроковому періоді такий режим є неприйнятним, оскільки

накопичуються структурні диспропорції в економіці країні, збільшується вразливість до негативних зовнішніх потрясінь та погіршується оцінка і управління валютними ризиками з боку суб'єктів ринку.

Плаваючий або гнучкий режим курсоутворення передбачає формування ВК під впливом попиту та пропозиції на ВР. Розрізняють два види плаваючого ВК:

- вільне плавання (*free or independent floating*): ВК встановлюється ринком, при чому ЦБ не втручається в процес курсоутворення для визначення його нового рівня чи попередження значних курсових коливань;

- кероване або «брудне» плавання (*managed or dirty floating*), без фіксації кількісних орієнтирів ВК: допускаються прямі чи непрямі валютні інтервенції ЦБ. При цьому індикаторами для корегування ВК можуть виступати сальдо платіжного балансу, ЗВР, кризові ситуації на фінансових та товарних ринках.

Перевагами плаваючих ВК є:

- ✓ усунення ринком незбалансованості попиту і пропозиції валюти;
- ✓ збереження ЗВР та неможливість отримати спекулятивний прибуток за рахунок ЦБ;

До недоліків ринкового курсоутворення можна віднести:

- ✓ невизначеність ВК може ускладнити процеси ціноутворення та планування всередині країни;
- ✓ можливість порушення незалежності внутрішньої ГКП у разі значного знецінення ВК.

На сучасному етапі найчастіше використовується *змішаний режим*, який дозволяє проведення інтервенцій з метою усунення значних коливань ВК. Регульоване плавання валют, яке передбачає поступову зміну ВК, до встановлення нового паритету, може приймати такі форми:

- фіксована валютна прив'язка до сильної валюти, в рамках міждержавної угоди (такої як *ERM II / European Exchange Rate Mechanism*), до колективної валюти (СДР) або до кошика валют, де кошик формується з

валют основних торговельних чи фінансових партнерів; допустимі коливання ВК становлять $\pm 1\%$ від центрального курсу; максимальна і мінімальна вартість валюти можуть залишатися у вузькому діапазоні у межах 2% , принаймі три місяці. Фіксований паритет підтримується монетарними органами шляхом здійснення прямих (купівля/продаж іноземної валюти на ринку) або непрямих інтервенцій (з використанням дисконтної політики, валютного регулювання, валютних обмежень та/або через інтервенції, що проводяться іншими фінансовими організаціями за дорученням ЦБ). ГКП при такому режимі ВК є більш гнучкою, ніж за режиму доларизації чи за режиму валютного бюро, бо традиційні функції ЦБ залишаються можливими, а рівень ВК може корегуватися, хоча й відносно нечасто;

- горизонтальна валютна прив'язка (*pegging with horizontal bands*) – прив'язка до іноземної валюти із коридором, який перевищує 1% від фіксованого центрального курсу або із інтервалом між максимальною та мінімальною вартістю національної валюти, що перевищує 2% . Як і у випадку фіксованої валютної прив'язки, в якості валюти-якоря можуть виступати одна валюта, кошик валют або механізм регулювання ВК (як *ERM*). Гнучкість ГКП обмежена прийнятим діапазоном коливань ВК;

- повзуча прив'язка (*crawling pegs*) – система фіксації рівня ВК, в якій можливі часті невеликі корекції обмінного курсу [57]. При цьому ВК корегується у визначені періоди на заздалегідь оголошену фіксовану помірну величину або у відповідь на зміну кількісних орієнтирів ГКП, таких як рівень інфляції основних торговельних партнерів, стан золотовалютних резервів, відповідність фактичних параметрів індексів цін виробників та споживчих цін прогнозним цілям, тощо. Підтримання повзучої прив'язки ВК накладає на ГКП ті ж самі обмеження, що і при фіксованій прив'язці. Такий проміжний режим ВК використовувався у багатьох країнах, що розвиваються наприкінці минулого століття (Чілі, Бразилія, Корея, Аргентина, Ізраїль, Португалія). Не маючи можливості реалізувати плаваючий ВК через незрілість інститутів, вимушену емісію грошей для покриття дефіциту бюджету, плавна корекція

ВК, яка відображує різницю інфляції в країні та світі, дала можливість цим країнам уникнути перманентні кризи платіжного балансу.

- валютний коридор (*crawling bands*): передбачає нормативне встановлення верхньої та нижньої межі коливання офіційного ВК, які підтримуються ЦБ через закупівлю та продаж валюти. Світовий досвід свідчить, що валютний коридор вводиться, як правило, в умовах відсутності вільного капіталу на фінансовому ринку, значного боргового навантаження та/або великого бюджетного дефіциту.

Доцільність використання того чи іншого валютного режиму визначається наступними факторами [3], [29], [32], [58]:

1. Масштаби та відкритість економіки. Режим фіксованого ВК підходить більше для малих відкритих економік, в той час як плаваючий – для країн зі значними обсягами виробництва і торгівлі.

2. Стан платіжного балансу та диверсифікація експорту та імпорту. Для країн з негативним сальдо платіжного балансу та низькою диверсифікацією зовнішньоторговельних операцій оптимальним буде режим фіксованого ВК, і навпаки.

3. Співвідношенням відсоткових ставок та темпів інфляції країни та її головних зовнішньоторговельних партнерів. У разі їх значної різниці режим фіксованого курсу є більш прийнятним.

4. ФСЕ країни та очікування учасників ринку. Перехід до плаваючого режиму є доцільним, коли фінансова система є достатньо розвинутою, економічний розвиток є стабільним, бюджетна політика направлена на стимулювання виробництва, а не на збільшення соціальних виплат, ВК має ревальваційну динаміку.

У кризовий період більшість ЦБ дотримуються керованого плавання ВК з метою забезпечення ФСЕ. Бажаною передумовою переходу до гнучкого курсоутворення є ревальваційна динаміка ВК. На думку науковців НБУ, для ефективної зміни валютного режиму в Україні у напрямку збільшення гнучкості гривні, потрібно здійснити такі заходи [58]:

- проведення комунікаційної політики з метою інформування економічних суб'єктів відносно напрямів і цілей діяльності ЦБ, що сприятиме зниженню інфляційних очікувань і рівня доларизації економіки;
- розвиток ринку хеджування валютних ризиків;
- зниження тиску короткострокового спекулятивного капіталу на ВК;
- спрямування бюджетної політики на стимулювання виробництва при врівноваженні дохідно-витратних частин;
- стабільна політична ситуація;
- зняття адміністративних обмежень на проведення валютних операцій, створення економічних стимулів для дедоларизації та залучення внутрішніх валютних ресурсів в економіку.

Вибір режиму ВК впливає на ефективність обраної монетарної стратегії. Країни, що розвиваються, при переході до режиму ІТ не бажають відпускати ВК у вільне плавання. Притаманна більшості цих країн доларизація економіки також додає валютної невизначеності у монетарний трансмісійний механізм. Як результат дискусії щодо місця ВК в структурі ІТ у фінансово вразливих країнах сформувалися такі підходи [59]:

- 1) підхід відкритої економіки (*“open economy” inflation targeting / IT*) – включає ВК у функцію реакції ЦБ опосередковано;
- 2) ІТ з валютним коридором (*IT with an exchange rate band*);
- 3) ІТ з використанням ВК замість відсоткової ставки в якості інструмента та операційної цілі ГКП (*exchange rate-based IT*).

Спільними рисами зазначених підходів є:

- визначення головною довгостроковою метою ГКП стабілізацію інфляції на цільовому рівні;
- прагнення ЦБ зменшити коливання випуску, відсоткових ставок та ВК, не зашкоджуючи при цьому середньостроковій інфляційній меті.

Головною відмінністю від класичного варіанту ІТ (*“plain vanilla” IT*), який використовується в розвинутих країнах, є обмежена надійність підтримання ЦБ цільового показника інфляції. Монетарна політика

класичного варіанту ІТ передбачає періодичне корегування відсоткової ставки в залежності від невідповідності прогнозного показника інфляції цільовому параметру i , у меншій ступені, в залежності від відхилень фактичного ВВП від стійких темпів зростання. ВК не є представленим у функції реакції ЦБ, проте допускається його опосередкований вплив через врахування валютних коливань у прогнозах інфляції та випуску.

На практиці багато ІТ країн корегують відсоткові ставки систематично у відповідь на коливання ВК. При цьому ступінь регулювання обмінного курсу у зазначених вище гібридних підходах є різною:

- для «відкритої економіки» не має потреби у визначенні валютного таргету; допускається використання загальних та спеціальних інструментів ВП заради зменшення коливань ВК, дотримуючись довгострокових інфляційних цілей;

- ІТ з валютним коридором передбачає встановлення граничних значень у відхиленнях ВК. У разі досягнення межі валютного коридору цільові показники ВК стають пріоритетними над цільовою інфляцією;

- ІТ з прив'язкою до ВК розглядає ВК, а не відсоткову ставку, головним операційним інструментом та проміжною ціллю ГКП. Для його регулювання ЦБ застосовує інтервенції на ВР та зміну короткострокових відсоткових ставок рефінансування.

Вибір правил політики залежить від ризиків та шоків, на які наражається економіка країни. Правило “*plain vanilla*” працює добре у розвинутих економіках, які наражаються, в першу чергу, на шоки попиту, і не працює у більшості країн, що розвиваються, де переважають шоки ризик-премії. Шоки збільшення попиту (*demand shock*) та зменшення споживання (*cost-push shock*) мають різні економічні ефекти в залежності від структури та розвинутості економіки країни.

Таблиця 1.2 Економічні ефекти шоків попиту в залежності від групи країн

Етапи шоку	Розвинуті країни	Країни, що розвиваються
Шок збільшення попиту		
Реакція реального сектору	Зростання споживання, ВВП, імпорту	Споживання зростає швидше, ніж ВВП; погіршення торговельного балансу та боргового стану
Реакція фінансового сектору	Підвищення інфляції та реальних відсоткових ставок	Значне підвищення інфляції та ризик-премії, зростання відсоткових ставок
Реакція вал. ринку	ревальвація національної валюти	девальвація національної валюти
Результат	Валютний курс відновлює рівновагу через зменшення попиту	Підвищення відсоткових ставок для зменшення попиту та повернення інфляції до цільового рівня; ВК зміцнюється, проте не повертається до попереднього рівноважного положення
Шок зменшення споживання та випуску		
Початкова фаза шоку	Підвищення рівня інфляції, подорожчання валюти та зростання реальних відсоткових ставок	
Реакція реального сектору	Споживання падає швидше, ніж випуск, погіршення зовнішнього балансу	Спочатку випуск падає швидше, ніж споживання; згодом попит стрімко скорочується у відповідь на падіння реального доходу. Початкове покращення торговельного балансу згодом змінюється на протилежне.
Реакція фін. сектору	Підвищення реальних відсоткових ставок	
Реакція вал. ринку	Ревальвація національної валюти	
Результат	Поступове відновлення ВВП, зниження інфляції, що дозволяє зменшити відсоткові ставки	Зменшення відсоткових ставок швидшими темпами, ніж в розвинутих країнах. Зростання інфляції в результаті приборкання ревальвації національної валюти

Джерело: [59]

Відмінність в економічних ефектах шоків попиту для розвинутих країн та КРФ (див. таблицю 1.2) пояснюється фінансовою нестабільністю останніх,

яка провокує збільшення шоків ризик-премії (*risk premium shock*) через канали споживання (відсоткову ставку), інфляції (інфляційні очікування) та ВК [59]. Ризик-премія країни залежить від відношення зовнішнього боргу до ВВП, зовнішньоторговельного балансу, а також балансових ефектів валютних коливань. Підвищення ризик-премії веде до зростання інфляції та девальвації національної валюти, яка, в свою чергу стимулює експорт, ВВП при зменшенні споживання, що забезпечує профіцит торговельного балансу. Це знижує ризик-премію, проте не усуває негативний ефект девальвації на переоцінку балансових статей. У боротьбі з інфляцією монетарні органи застосовують підвищення відсоткових ставок. Одночасна протидія здешевленню національної валюти призводить до швидшого та стрімкішого зростання ставок, яке може спровокувати зниження випуску та дефляцію.

Окрім шоків ризик-премії вагомим фактором, який впливає на результативність політики ІТ є висока доларизація економік КРФ. Використання долара США або іншої іноземної валюти для проведення транзакцій (валютне заміщення), кредитування та заощадження (фінансова доларизація), перерахунку договірних цін, заробітної плати та фінансових активів (цінова доларизація) негативно впливає на випуск та інвестиції, фіскальний дефіцит, підвищує ризик-премію країни. При цьому здатність ЦБ стабілізувати випуск та інфляцію одночасно, використовуючи відсоткову ставку, зменшується. Для досягнення інфляційного таргету часткова інтервенційна стабілізація ВК є оптимальною.

Гібридні підходи дають незначне покращення показників інфляції та випуску порівняно із класичним підходом ІТ, особливо коли економіка наражається на шоки зменшення попиту та споживання. Їх перевага полягає у зменшенні коливань ВК, відсоткових ставок, торговельного балансу. Для отримання позитивного ефекту, вага ВК у цільовій функції ЦБ має бути невеликою, порівняно із вагами інфляції та випуску. Її збільшення може спричинити спекулятивні атаки напередодні періодичних змін ВК та призвести до збільшення волатильності відсоткових ставок та тиску на ЗВР.

1.3 Фінансова стабільність як пріоритет валютної політики

Останні тенденції розвитку світової економіки вказують на тісний взаємозв'язок макроекономічної, монетарної та фінансової стабільності. Ключовими факторами сталого економічного зростання є довготривала макроекономічна збалансованість, стабільність національної валюти, ефективне функціонування фінансової системи та її здатність протистояти негативним шокам. Зважаючи на зростаючу актуальність та недостатню розробленість, вважаємо доцільним детальніше розглянути сутність категорії фінансова стабільність, її зв'язок із суміжними поняттями та місце ВП в системі забезпечення стабільності фінансової системи.

Фінансова стабільність за різними підходами розглядається як:

1) здатність фінансової системи виконувати свої функції у довгостроковому періоді та в умовах невизначеності [60], [61];

2) збалансований стан фінансової системи, при якому відсутні різкі зміни цін на реальні та фінансові активи протягом тривалого часу, існує довіра до фінансових інститутів і ринків та забезпечується спроможність фінансової системи протидіяти збуренням та повертатися в положення рівноваги у разі відхилень [62], [63], [64], [42];

3) відсутність фінансової нестабільності [65], [66], [67].

Поняття «фінансової стабільності» як науковий термін виникло та стало активно досліджуватися у зв'язку з практичними проблемами, пов'язаними з подоланням фінансових криз, з якими зіткнулися уряди та центральні банки у різні періоди історії. Спочатку в економічній літературі з'явився термін «фінансова нестабільність». І. Фішер (*I. Fisher*) у праці «Теорія боргової дефляції в умовах Великої депресії» (1933) пов'язував її з макроекономічними циклами і, зокрема, динамікою сукупної заборгованості в економіці [68]. Наприкінці 1970-х років представник монетарної посткейнсіанської школи, Х. Ф. Мінські, висунув гіпотезу фінансової нестабільності [66], згідно з якою фінансова нестабільність є невід'ємною

складовою фази зростання ділового циклу у капіталістичній економіці, яка породжує всередині себе фінансову структуру, схильну до фінансових криз. Автор відзначає, що саме у період зростання економіки переважає так зване спекулятивне (коли попередні борги позичальників рефінансуються новими займами) та «понці» фінансування (коли повернення кредиту можливе лише за умови постійного зростання вартості активу), в результаті чого фінансова система стає крихкою, нестабільність в економіці поглиблюється, а ділова активність погіршується. Крихкість або нестабільність (*financial stability vulnerability*) у тлумаченні Х. Мінського полягає у тому, що економіка стає менш здатною поглинати шоки, у результаті чого ці шоки можуть визвати фінансову кризу і боргову дефляцію, при цьому ризики позичальників та кредиторів також зростають, що стримує обсяг інвестиційної активності, яка фінансується у борг [66].

Інтерпретація фінансової стабільності як суспільного блага розпочалася наприкінці 1990-х років у відповідь на накопичення фінансових дисбалансів від стрімкого розвитку процесів економічної глобалізації, лібералізації руху капіталу, що призвели до фінансових криз у багатьох країнах світу. Нові обставини значно підвищили актуальність забезпечення стабільності фінансової системи у цілому. Після чергової кризи 1998р. країни Великої сімки у квітні 1999 р. створили Форум фінансової стабільності (*Financial Stability Forum, FSF*), до складу якого входять представники міністерств фінансів і ЦБ розвинутих країн світу, міжнародних фінансових інститутів, а також спостерігачі від великих фінансових центрів. Головною метою Форуму стало виявлення вразливих місць глобальної фінансової системи з метою вчасного попередження та/або усунення чинників фінансової нестабільності. Основну ж роботу щодо реалізації спільної з національними наглядовими органами Програми оцінки фінансової стабільності виконували МВФ та Світовий банк. Результатом такої роботи стало опублікування у 2007 р. МВФ розробленого рекомендаційного документа під назвою „Індикатори фінансової стійкості” [69].

Розгорнуте функціональне визначення категорії «фінансова стабільність» було запропоноване фахівцем МВФ Г. Шинасі (*G. Schinasi*), який присвятив цій проблемі декілька фундаментальних досліджень. У своїй роботі «Збереження фінансової стабільності» (2005) він називає фінансову систему стабільною, якщо вона полегшує ефективний розподіл ресурсів, спроможна здійснювати оцінку, котирування, розподіл та управління фінансовими ризиками і здатна виконувати свої найважливіші функції навіть за умов зовнішніх потрясінь або посилення диспропорцій [60, с. 27].

На даний час в економічній літературі зустрічаються три підходи щодо визначення поняття фінансової стабільності: прямий (функціональний), зворотній (негативний) та змішаний підхід.

Прямі визначення містять опис функцій та інших характеристик, якими має володіти фінансова система у стабільному стані. Яскравим представником такого підходу є Г. Шинасі. Серед вітчизняних досліджень слід відмітити роботи В. Козюка, який розглядає категорію глобальної фінансової стабільності через монетарні аспекти. Він пропонує таке визначення: «Глобальна фінансова стабільність – це розвиток фінансового сектору, який би сприяв довгостроковому зростанню глобальної економіки в цілому, забезпечив безперервне фінансування дефіцитів платіжних балансів із приватних джерел (фінансування з офіційних джерел тут розглядається як елемент забезпечення самої стабільності або ж як свідчення її ушкодження), створив рамкові умови для запобігання кризовим ситуаціям у фінансово-банківській і валютно-курсовій сферах окремих країн та їх поширенню на інші країни за збереження принципу мобільності капіталів для алокаційної ефективності економіки та гнучкості ВК як фактора уникнення суперечливих монетарних цілей ЦБ [61]. Т. Унковська визначає фінансову стабільність національної економіки як такий режим її функціонування, коли вона перебуває в динамічному стані фінансової рівноваги, тобто в разі екзогенних або ендогенних шоків її відхилення від рівноваги залишається у заданих межах і вона здатна повернутися в режим фінансової рівноваги [64, с. 26].

Зворотні визначення розглядають фінансову стабільність як відсутність фінансової нестабільності та фінансової кризи. Так, Е. Крокетт (*A. Crockett*), генеральний директор Банку міжнародних розрахунків, характеризує фінансову нестабільність як ситуацію, в якій функціонування економіки потенційно погіршується коливаннями цін фінансових активів або неспроможністю фінансових інститутів виконувати свої договірні зобов'язання [65]. Професор Ф. Мишкін, колишній член Ради Директорів ФРС, говорить, що «фінансова нестабільність виникає тоді, коли шоки, що діють на фінансову систему, перешкоджають інформаційному потоку таким чином, що фінансова система не може більше виконувати свою роботу щодо просування грошових коштів туди, де маються можливості для продуктивних інвестицій» [67, с. 7]. Вітчизняні науковці Я. Белінська [39] і Т. Унковська [64] вказують на методологічну некоректність зворотнього підходу, який не розкриває сутності поняття фінансової стабільності, її специфіки та властивостей.

Змішаний підхід полягає у поєднанні прямого і зворотного визначень при формулюванні терміну «фінансова стабільність». Крім того, до останнього відносять альтернативні концепції, які не можна віднести до перших двох груп. Наприклад, М. Фут (*M. Foot*), директор-розпорядник Управління фінансових послуг Великобританії, стверджував, що фінансова стабільність – це такий стан економіки, для якого характерні [62]:

- а) монетарна стабільність (стабільність купівельної спроможності грошей);
- б) рівень зайнятості населення близький до природного значення;
- в) довіра до роботи більшості фінансових інститутів та ринків;
- г) відсутні відносні зміни цін реальних або фінансових активів, які будуть загрожувати (а) або (б).

Я. Белінська пов'язує стабільність фінансової системи із її властивістю адекватно сприймати і використовувати інформацію для зміни основних характеристик розвитку (швидкість, структура та спрямованість) відповідно

до впливу навколишнього середовища та з метою збалансування витрат на існування системи з результатами її функціонування [42, с. 63].

Термін «фінансова стабільність» досить часто вживається поруч з такими поняттями, як фінансова криза (*financial crisis*), вразливість фінансової системи (*financial fragility / financial stability vulnerabilities*), фінансова стійкість (*financial resistance*), фінансова безпека (*financial security*), системний ризик (*system risk*). Тому, вважаємо, слід окремо зупинитися на їх визначенні.

1. Фінансова криза.

Поняття фінансова криза має широке застосування до різних випадків, коли деякі фінансові установи або цілі ринки раптово втрачають велику частину своєї вартості [70, с. 17]. Вона виникає внаслідок неадекватного реагування на внутрішні та зовнішні загрози (рис. 1.10) і може проявлятися такими факторами, як різке падіння ВВП, порушення процесу формування і розподілу централізованих фондів держави, дестабілізація банківської системи, знецінення національної валюти, падіння фондових ринків та дефолт за суверенним боргом.

Професор Ф. Девіс (*Ph. Davis*) розглядає фінансову кризу як "найбільший крах фінансової системи, що призводить до неможливості здійснення розрахункових та кредитних операцій", викликаний екзогенними подіями та спричинений системним ризиком, зростанням заборгованості, недооцінкою ризиків, роздмухуванням бульбашок активів та безладдям [71].

До цього часу усі епізоди фінансової нестабільності вкладалися у три основні категорії: банківські кризи, валютні кризи та кризи на фінансових ринках (в тому числі через проблеми державних фінансів). Банківську кризу зазвичай пов'язують із нездатністю ряду банківських установ виконувати свої зобов'язання, або з активним втручанням держави, направленим на запобігання можливих проблем. Під валютною кризою розуміють таку ситуацію, коли спекулятивна атака на валюту приводить до різкої девальвації національної валюти, або коли органи державної влади використовують ЗВР

чи підвищення відсоткових ставок з метою запобігання знецінення національної грошової одиниці. Криза на фінансовому ринку полягає у збільшенні волатильності цін на фінансові активи або їх падінні, пов'язаним зі зміною очікувань інвесторів [72, сс. 5-6]. Іноді такі кризи можуть відбуватися одночасно, що збільшує негативний вплив на економіку країни.

2. Системний ризик.

Поняття «системний ризик» близьке до поняття «фінансова дестабілізація», оскільки зачіпає всю або значну частину фінансової системи. Системний фінансовий ризик може визначатися як вірогідність настання такої події, яка викличе «втрату економічної вартості або довіри у значній частині фінансової системи з послідуочим зростанням невизначеності відносно неї, яка є достатньо вагомою для того, щоб справити серйозний негативний ефект на реальну економіку» [73]. Раніше системний ризик пов'язували з ефектом доміно або ефектом зараження (*contagion effect*) фінансової системи, коли фінансові проблеми одного банку поширювалися на інші банки через розвиток міжбанківського кредитування або виникнення паніки серед вкладників усіх банків. Зараз у зв'язку з появою більш досконалих механізмів захисту інтересів вкладників та через поглиблення економічної глобалізації у більшості розвинутих країн світу на перший план виходять інші джерела системного ризику, які можуть призвести до припинення виконання фінансовою системою своїх функцій. До них відносять: залежність фінансового сектору від макроекономічних ризиків, схожий ризик-профіль фінансових посередників, інноваційні технології.

3. Фінансова стійкість.

Термін «фінансова стійкість» дуже часто в англійських виданнях використовується як синонім терміну «фінансова стабільність». Проте, це не тотожні поняття. «Фінансова стабільність» є більш широким поняттям і передбачає, що фінансова система функціонує у стані рівноваги, тобто зберігає параметри у чітко визначених межах протягом тривалого часу. Натомість, «фінансова стійкість» являє собою здатність фінансової системи

повертатися до рівноважного стану після зупинення впливу певних негативних обставин (рис. 1.10). Фінансова стійкість може розглядатися в контексті стійкості фінансового положення або платоспроможності як окремого фінансового інституту (*financial sustainability*), так и сукупності інститутів (*financial soundness*).

Вітчизняний науковець Карпінський Б. А. характеризує стійкість фінансової системи через рівень бюджетного дефіциту, нормалізацію фінансових потоків та розрахункових відносин, стабільність цін, стійкість банківської системи та національної валюти, ступінь захищеності інтересів вкладників, золотовалютні запаси, розвиток фінансового ринку і ринку цінних паперів, а також зниження зовнішнього і внутрішнього боргу та дефіциту платіжного балансу, забезпечення фінансових умов для активізації інвестиційної діяльності [74, с. 151].

4. Вразливість фінансової системи.

Вразливість фінансової системи є характеристикою, оберненою до фінансової стійкості. Це такий стан фінансової системи, в якому вона нееластична до негативних шоків і самий незначний вплив зовнішніх чинників приводить до фінансової дестабілізації, коли фінансова система перестає виконувати свої функції [73]. Характерною рисою такого стану є те, що у фінансовій системі знижується «запас міцності» через накопичення надмірних ризиків у результаті сильної або тривалої дії зовнішніх факторів.

5. Фінансова безпека держави.

Фінансова безпека – це граничний рівень стійкості фінансової системи, або такий стан бюджетної, податкової та грошово-кредитної систем, що гарантує спроможність держави ефективно формувати, зберігати від надмірного знецінення та раціонально використовувати фінансові ресурси країни для забезпечення її соціально-економічного розвитку і обслуговування фінансових зобов'язань [75, сс. 16-17] (рис. 1.10). Міністерство економіки України для розрахунку рівня фінансової безпеки

країни виділяє такі її складові: боргова, бюджетна, валютна, грошово-кредитна, безпека страхового та фондового ринку [76].

Слід зазначити, що в той час як іноземні джерела містять посилення в основному на термін «фінансова стабільність», у вітчизняній літературі частіше зустрічаються поняття «фінансова безпека» та «фінансова стійкість». Фінансова стабільність розглядається як збереження в певних межах оптимальних (або наближених до них) фінансових індикаторів (показників) (рис. 1.10), що в існуючих умовах можуть змінюватися [77, с. 62], а рівень фінансової безпеки визначають через порогові (граничні) значення цих показників.



Рисунок 1.10 Зв'язок поняття «фінансова стабільність економіки» із суміжними категоріями

На практиці граничні зони фінансової стабільності та дестабілізації економіки країн можуть визначатися по-різному в залежності від рівня розвитку фінансової системи та ступеню реалізації структурних реформ. Динамічний аспект зовнішнього середовища обумовлює наявність множинних варіантів стабільного стану фінансової системи: стабільний розвиток, стабільне функціонування, стабільний спад у припустимих межах,

або на граничній межі дозволених параметрів. Фінансова система може вважатися стабільною за умови, що найменше, відсутності системної фінансової кризи та вразливості фінансової системи.

Основними характеристиками фінансової стабільності є:

1) системний характер. ФСЕ виникає як синергічний результат взаємодії системи фінансових інститутів, ринків та інфраструктури, а також фінансових відносин, що виникають у реальній економіці;

2) множинність можливих станів. ФСЕ має не одне, а безліч значень, кожному з яких притаманний свій запас міцності фінансової системи;

3) відносний характер. Ймовірність виникнення фінансової дестабілізації існує навіть у найбільш стійких фінансових системах;

4) динамічний аспект. Забезпечення ФСЕ можливе за умови вірної оцінки майбутніх ризиків, якщо не виникають неочікувані та/або серйозні негативні макроекономічні або фінансові шоки;

5) необхідність довіри до фінансової системи. ФСЕ неможлива без довіри до фінансових інститутів, ринків, інструментів та інфраструктури.

ФСЕ є досить складним явищем та охоплює оцінку глобальної фінансової стабільності, макроекономічної, макрофінансової та мікрофінансової стабільності (рис. 1.11). Сучасні глобалізаційні тенденції, збільшення фінансової та економічної відкритості національних економік провокують «ефекти зараження» та поширення системних ризиків, які можуть призвести до припинення виконання фінансовою системою своїх функцій. Тому оцінка фінансової стабільності має включати аналіз стану та ризиків економік країн – основних зовнішньоекономічних партнерів та світових тенденцій, які формують наднаціональний рівень ФСЕ.

На національному рівні ФСЕ бере початок з макроекономічної стабільності, що представляє собою рівноважний стан національної економіки, якому притаманні: збалансованість сукупної пропозиції та сукупного попиту; пропорційність між виробництвом та споживанням; рівність фактичного та потенційного ВВП; природний рівень безробіття;

інерційний темп інфляції; врівноважений платіжний баланс і державний бюджет (рис. 1.11).

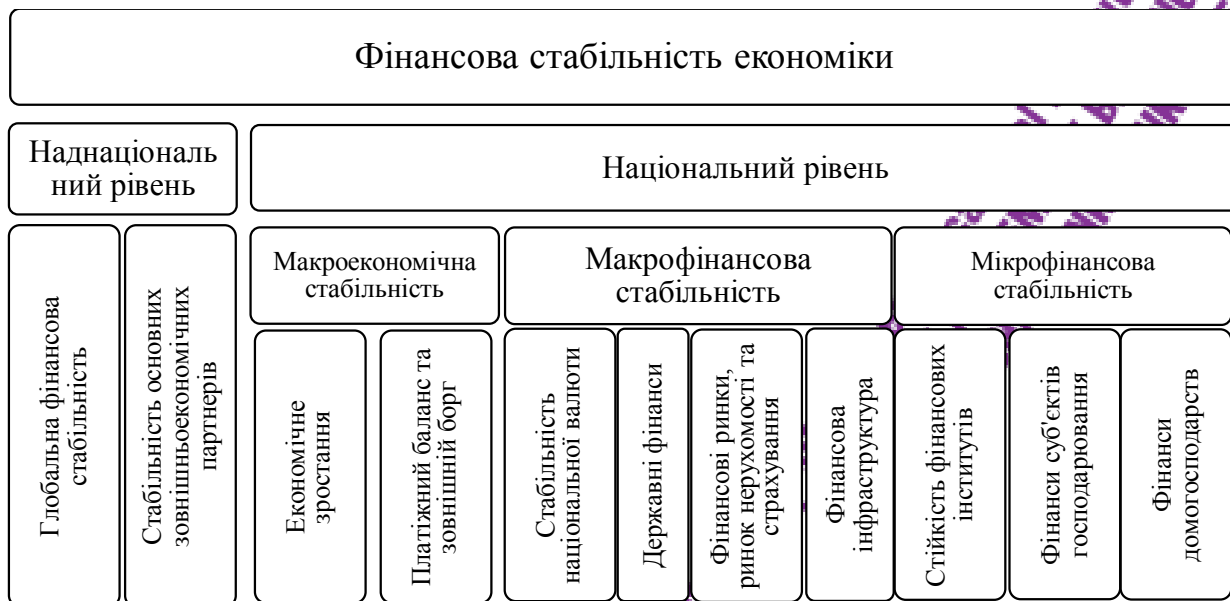


Рисунок 1.11 – Рівні та складові фінансової стабільності

Джерело: [41], [78], [80]

В основі поділу ФСЕ на макро та мікро рівні лежить класифікація фінансової системи за сферами фінансових відносин. Оскільки фінансова система є складним системним утворенням, що складається з фінансових установ і організацій, інфраструктурних інститутів та зв'язків між ними через фінансові ринки [78], її стабільність залежить від стану кожного елемента.

Макрофінансовий рівень включає: стабільність національної грошової одиниці, фінансового ринку, фінансової інфраструктури, ринку нерухомості, страхування та державних фінансів. Стабільність національної грошової одиниці виражається у відносній незмінності її вартості, яка виражається у купівельній спроможності грошей [79]. Її кількісними показниками виступають: рівень інфляції, відсоткової ставки і монетизації економіки, які формують внутрішню стабільність національної валюти та ВК, який представляє її зовнішню стабільність. Збереження цих параметрів у визначених межах протягом тривалого часу та здатність відновлення

рівноважного стану в разі негативних шоків забезпечує монетарну стабільність на грошово-кредитному ринку та ВР.

Оптимальні межі рівня інфляції визначаються в залежності від динаміки ВВП та ВК і мають бути такими, що сприяють досягненню прогнозних темпів економічного зростання. Оптимальний діапазон коливань ВК має бути скоригованим із рівнем інфляції та забезпечувати рівновагу платіжного балансу. Стабільність цін на кредитні ресурси характеризується такою динамікою процентних ставок, які корелюються з рівнем інфляції, ВК та обліковою ставкою НБУ. Оптимальні параметри монетизації економіки (відношення грошової маси до ВВП) мають бути адекватними попиту на гроші з боку реального сектора.

Стабільність державних фінансів передбачає забезпечення платоспроможності державних та комунальних підприємств, підтримання дефіциту загальнодержавних та місцевих фондів у визначених мінімальних межах, установлення оптимального співвідношення між її рівнями, оптимізацію державного боргу до ВВП країни.

Стабільність фінансового ринку включає підтримання низької волатильності параметрів грошового ринку (валютний, депозитний, кредитний), ринку капіталу, похідних фінансових інструментів та страхування [80, с. 46]. Безперечним фактором вразливості фінансової системи є висока взаємозалежність різних сегментів фінансового ринку. Іншим каталізатором фінансової нестабільності є мінливість руху потоків капіталу внаслідок економічної лібералізації та глобалізації.

Фактором накопичення дисбалансів та виникнення системних ризиків в фінансовій системі є формування «цінових бульбашок»: іпотечних, валютних, фондових, ліквідних; збільшення розриву між заощадженнями та інвестиціями, між роздрібними заощадженнями та споживанням домашніх господарств. Під "бульбашкою" розуміємо тривалий період відхилення ціни на відповідний актив від її середнього значення, що визначається фундаментальними чинниками [41]. Моніторинг індикаторів розвитку

«цінових бульбашок» фінансових ринків та ринку нерухомості з метою недопущення системних ризиків стає невід'ємною складовою забезпечення ФСЕ. Колишній президент ЄЦБ Тріше в 2010 р. визначив системні ризики фінансової стабільності «як погіршення функціонування фінансової системи до точки, в якій постраждають економічне зростання та добробут» [41].

Стабільність інфраструктури фінансового ринку передбачає таке функціонування її елементів (інститутів, установ, організацій, технологій, норм, систем), що забезпечує умови для ефективного, безперебійного, багаторівневого функціонування фінансового ринку та взаємодії його суб'єктів на основі купівлі-продажу фінансових активів [81]. Оскільки модель фінансового ринку України найбільш наближена до банкоцентричної [80, с. 224], стабільність інфраструктури значною мірою визначається надійністю, збалансованістю та здатністю зберігати стійку рівновагу протягом тривалого часу банківських установ. Стабільність банківської системи – це комплексна характеристика стану банківської системи, при якому реалізується її сутність і призначення в економічній системі країни, адекватно та ефективно виконуються її функції; забезпечується спроможність підтримувати рівновагу та відновлювати стан після зовнішніх потрясінь чи посилення диспропорцій, будь-яких відхилень від безпечних параметрів, спричинених кризовими явищами (падінням економіки, фінансовою кризою, трансформацією економіки тощо) [30]. Упередження нестабільності пояснюється самою природою фінансових посередників, які залучають короткострокові кошти, що мають бути повернені за першою вимогою та за фіксованою ціною, та розміщують їх у неліквідні довгострокові активи, що можуть змінювати свою вартість з часом. Любі негативні зовнішні події, які порушують рівновагу між вилученням депозитів та інших залучених коштів і поверненням кредитів, призводять до непередбачуваних дій інвесторів і кредиторів якомога швидше виводити свої кошти ще до того, як вартість фінансових інститутів може знизиться. Прихована нестабільність властива не тільки кредитним, а й іншим

фінансовим установам і фінансовим ринкам, де існує розбіжність у термінах активів та зобов'язань [65]. Другим важливим фактором, що впливає на порушення стійкості фінансових посередників, є асиметричність та недосконалість інформації, яка приводить до неправильного вибору та морального ризику фінансових установ вкладати кошти у неефективні або переоцінені кредитні проекти, деривативи чи структуровані фінансові продукти [66], [71].

Мікрофінансовий рівень ФСЕ (див. рис. 1.11) включає стійкість фінансових установ, фінансів суб'єктів господарювання та домогосподарств. Фінансова стабільність суб'єктів господарювання та населення безпосередньо пов'язана із можливістю забезпечення необхідного рівня платоспроможності, тобто здатності підприємства / домогосподарства своєчасно і в повному обсязі сплачувати за своїми зобов'язаннями та забезпечувати реалізацію власних фінансових інтересів, місії і завдань достатніми обсягами фінансових ресурсів [82].

Незважаючи на участь у обговоренні проблем фінансової стабільності як академічних, управлінських, так і ділових кіл, досі у міжнародному масштабі єдиного тлумачення «фінансової стабільності економіки» немає. Узагальнюючи теоретико-методологічні підходи, викладені вище, сформулюємо власне визначення цього поняття.

Фінансова стабільність економіки (ФСЕ) – це комплексна характеристика динамічного стану рівноваги фінансової системи, яка дозволяє ефективно розподіляти фінансові ресурси, здійснювати оцінку та управління ризиками, забезпечує запас міцності для протистояння зовнішнім та внутрішнім шокам та зберігає параметри у визначених межах протягом тривалого часу за всіма складовими (стабільність національної валюти, фінансових ринків, інфраструктури, інститутів, фінансових відносин, що виникають у реальній економіці, а також збалансованість наднаціональних, макроекономічних параметрів та державних фінансів).

На підставі дослідження реальних кризових процесів у світі (див. *Додаток 1*) було виділено загальні чинники порушення ФСЕ [71], [83]:

1) фінансова лібералізація та дерегуляція в умовах нерозвинутості фінансових ринків та законодавства, необдумані дії державних органів (криза ощадних установ США 1980-х рр., фінансова криза в Росії 1998 р. , банківська криза в Україні 2004 р.);

2) кредитний бум на стадії «перегріву» економіки, зниження якості банківських активів та капіталу, недооцінка ризиків, нестача ресурсів у фінансово-кредитній системі (криза 1981-82 рр. в Аргентині, Чилі та інших слаборозвинутих країнах, криза 1994 р. у Мексиці, криза споживчого кредитування 2003-2004 рр. у Південній Кореї);

3) проблеми з платіжним балансом, викликані погіршенням активного сальдо торговельного балансу чи зростанням зовнішнього короткострокового фінансування комерційних банків і держкомпаній та подальша девальвація національної валюти (криза 1994р. у Мексиці, 1998 р. у Росії).

4) «мільні бульбашки» на ринках нерухомості, цінних паперів та нафти, які супроводжуються різким падінням цін на активи (Велика депресія у США 1929-38 рр., фінансова криза у Японії 1995-2002 рр., іпотечна криза у США 2007 р.).

До факторів, що впливають на ФСЕ опосередковано, посилюючи вже наявні негативні фактори з попереднього блоку, можна віднести:

1) появу нових учасників та інструментів фінансового ринку, сек'юритизація банківських активів;

2) зростання відсоткових ставок та високий показник інфляції;

3) ризики глобалізації;

4) недооцінку ризиків при переході від закритого до відкритого типу економіки, від фіксованого до плаваючого режиму курсоутворення.

В таблиці 1.3 представлені загальні характеристики та фази кризових подій, наведених у *Додатку 1*.

Таблиця 1.3 Загальна картина порушення фінансової стабільності у світі

Фаза кризи	Загальні риси
Початкова: сприятливий шок	Лібералізація, грошово-кредитні або фіскальні пом'якшення, нові інструменти, зміни настрою учасників ринку
Розповсюдження: нарощування вразливості	Поява нових гравців та сегментів ринку, накопичення боргів, зростання цін на активи (мільні бульбашки), інновації на фінансових ринках, недооцінка ризиків та низька адекватність банківського капіталу, нестійка макроекономічна політика
Середня: несприятливий шок	Посилення ГКП, податкової або регуляторної політики, асиметричний торговий шок
Розповсюдження: криза	Наявність асиметричної інформації, яка призводить до банкрутства окремих організацій або ринків, які ефектом доміно поширюються на інші підприємства або цілі сектори економіки
Політичні дії для подолання кризи	Страхування вкладів, звернення до кредитора останньої інстанції, ослаблення монетарної політики
Економічні наслідки	Масштаб залежить від глибини кризи та подальшої політики держави. Наслідки – обмеження кредитування, що веде до падіння ВВП, інвестицій; збільшення бюджетних видатків та дефіцитів, що фінансуються у борг або шляхом грошової емісії

Джерело: [70], [71], [72], [85]

Б. Айхенгрін і А. Роуз (Eichengreen, Rose, 1995) виділили такі основні чинники фінансових криз [84]:

- 1) внутрішня економічна політика;
- 2) зовнішні макроекономічні умови;

- 3) політика ВК;
- 4) структура фінансової системи країн;
- 5) недосконалість контролю та регулювання.

В. Козюк вважає основними викликами глобальної фінансової стабільності валютно-курсіві коливання, відірвані від фундаментальних макропроцесів, що провокують волатильність потоків капіталу та макроекономічні потрясіння [61].

А. Гальчинський поділяє фінансові кризи на циклічні (приклад – криза 1997-98 рр.) і структурні (теперішня світова криза). Якщо перші він пов'язує з пульсацією нагромадження капіталу, то другі – з внутрішніми (ендогенними) шоками системи грошових відносин, а саме з переважно спекулятивним характером трансакцій на фінансових ринках, які не мають ніякого відношення до реальної економіки [85].

Американський фінансист Дж. Сорос (G. Soros) стверджує, що остання світова фінансова криза не обумовлена будь-яким зовнішнім фактором, а виникла всередині самої фінансової системи і поширилася по всій глобальній економіці. Він вбачає провину фінансових органів влади, які не запобігли занадто великому роздмухуванню бульбашок активів, доступності кредитів та поширенню фінансових інструментів, які провокують фінансову нестабільність (як, наприклад, дефолтні свопи) [86].

Причини порушення фінансової стабільності тільки зростають зі збільшенням фінансових інновацій, які посилюють диспропорції глобалізованого інформаційно-технологічного світу. Її наслідки дуже болюче відображаються на життєдіяльності усіх секторів економіки (це і підвищене навантаження на бюджет, і падіння ВВП країни). Тому актуальним є створення відповідної системи забезпечення ФСЕ.

В економічній літературі поняття «система» трактується як організована множина взаємопов'язаних компонентів та елементів, що взаємодіють між собою й зовнішнім середовищем у процесі досягнення поставленої мети [87]. На наш погляд, *система забезпечення ФСЕ*

представляє організовану державою діяльність суб'єктів фінансових відносин нормативно-правового, інформаційного, регулятивного та контролюючого характеру щодо мінімізації ризиків, протидії негативним зовнішнім шокам та підтримання ефективної взаємодії між фінансовою системою та реальним сектором економіки.

Система ФСЕ на національному рівні представлена двома підсистемами – макрофінансова та мікрофінансова (рис. 1 [2], [78], [80], [41]). На мікрорівні основними суб'єктами забезпечення ФСЕ виступають фінансові установи і організації. Їх завдання полягає у застосуванні внутрішніх методик щодо оцінки, управління та контролю за фінансовими ризиками, формуванні достатнього рівня капіталу, який покриває ці ризики. На макрорівні виділяють наднаціональні (Рада з фінансової стабільності та МВФ) та національні органи (ЦБ та уряд). Перші виконують моніторинг системних ризиків з метою створення механізмів відновлення довіри та стабільності, їх нормативно-організаційного забезпечення. Основними завданнями других є підтримання реалізації середньострокових макроекономічних цілей, структурних реформ, вдосконалення мікрорегулювання фінансових ризиків та фінансової інфраструктури, проведення комунікаційної політики, контроль і регулювання потоків ліквідності.

Вирішення зазначених проблем вимагає проведення постійного макропруденційного нагляду, направлено на запобігання системних ризиків. Вперше термін «макропруденційний» згадувався в 1970 р. у неопублікованому докладі Комісії Кука при Базельському комітеті з нагляду. Але широкого використання він набув після 2011 р., коли Банк міжнародних розрахунків запропонував ідею макропруденційного регулювання як системи механізмів, які забезпечують макрофінансову стабільність у цілому, а не тільки її окремих інститутів [41]. Його основними інструментами є макропруденційний нагляд та моніторинг системних ризиків, які мають зменшувати перехід ризиків між різними секторами фінансового ринку.



Рисунок 1.12 – Валютна політика в системі забезпечення фінансової стабільності економіки

З огляду на необхідність узгодження ГКП та ВП із забезпеченням ФСЕ на практиці використовують три варіанти розподілу функцій та відповідальності між інститутами влади [41]. Згідно першої моделі «ЦБ – макропруденційний регулятор» ЦБ регулює діяльність усіх фінансових посередників та здійснює нагляд за всією фінансовою системою (рис. 1.13). При цьому комісія з фінансової стабільності, очолена міністром фінансів, відповідним віце-прем'єром або міністром економіки (по черзі), відповідає за координацію дій із забезпечення ФСЕ. Така модель реалізована в Австрії і Німеччині (з 2002 р.), в Ірландії (з 2003 р.), Чехії і Словачкії (з 2006 р.), в Фінляндії (з 2009 р.), в Литві (з 2011 р.).

Модель «Множинний макропруденційний регулятор» (рис. 1.14), реалізована в Канаді, Австралії, Італії, Франції, Великобританії, показала певні недоліки через зменшення оперативності у прийнятті рішень. Тому більшість функцій останнім часом було передано ЦБ.

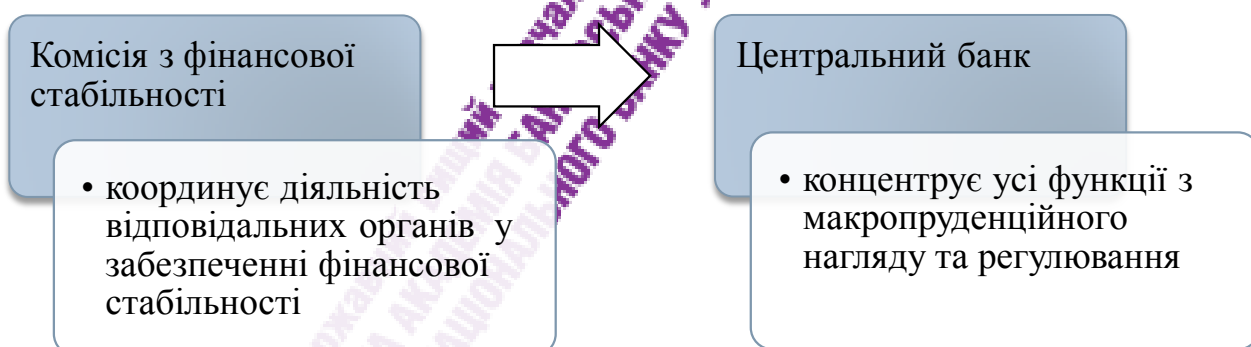


Рисунок 1.13 – Модель «ЦБ – макропруденційний регулятор»

Комісія з фінансової стабільності		
Комітет з нагляду за фондовим ринком	Центральний банк - макропруденційний нагляд за банківським сектором	Комісія з нагляду за страховим ринком

Рисунок 1.14 – Модель «Множинний макропруденційний регулятор»

Джерело: [41], [44], [45], [47]

В моделі «Окремий орган – макропруденційний регулятор» (рис. 1.15) комітет з нагляду за фінансовими та банківським ринками є відповідальним за підтримання фінансової стабільності в країні. Використовується в Данії, Швеції, Угорщині, Японії, Латвії, Естонії, Польщі.

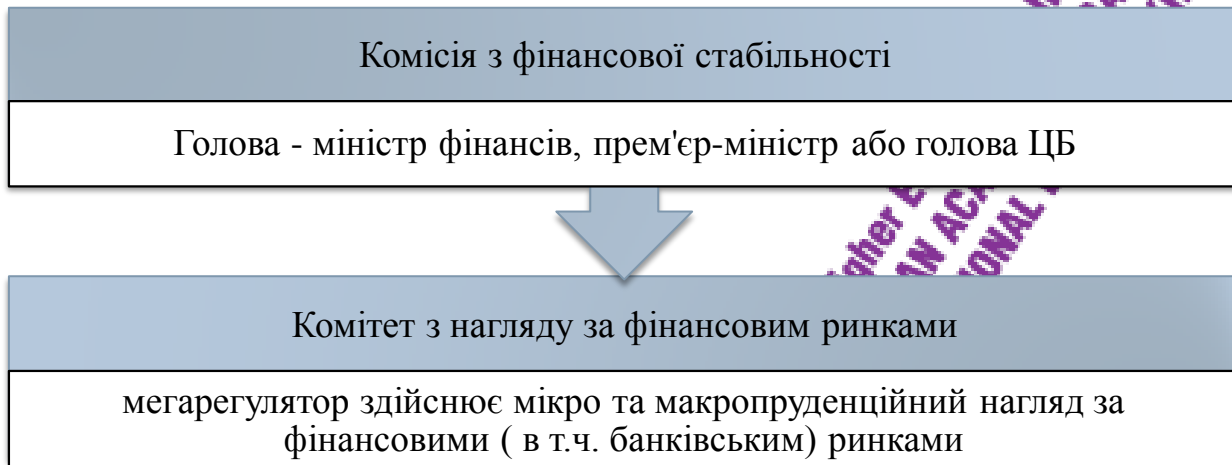


Рисунок 1.15 – «Окремий орган – макропруденційний регулятор»

Джерело: [41]

З огляду на банкоцентричну модель та недостатній розвиток фінансової системи для України модель «ЦБ – макропруденційний регулятор» (див. рис. 1.13), на наш погляд, є найбільш прийнятною.

Як видно з рис. 1.12, забезпечення ФСЕ є необхідною умовою досягнення макроекономічних цілей держави, безумовним пріоритетом (після цінової стабільності) та критерієм ефективності ГКП та ВП ЦБ.

Функції ВП у забезпеченні ФСЕ наступні:

- 1) підтримання керованості ВР та стабільності ВК за умови недопущення формування «бульбашки» на ВР та посилення його гнучкості;
- 2) забезпечення достатнього рівня та диверсифікації ЗВР з метою запобігання валютної кризи.

Іншим критерієм є пошук балансу між використанням ринкових інструментів та регулятивних заходів, оскільки надмірне державне втручання може спотворити ринкові механізми ефективного розподілу ресурсів, обмежити фінансові інновації і, зрештою, пригальмувати економічне зростання.

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 1

1. Фінансова глобалізація та поширення кризових процесів переносять акцент у діяльності ЦБ на підтримку стабільності фінансової системи, необхідної для сталого економічного розвитку країни. КРФ, які підтримують переважно фіксований ВК, використовують ВП для забезпечення ФСЕ. В ході еволюції СВС змінювались ставлення до ВК як інструменту забезпечення макроекономічної рівноваги та критерії рівноважного ВК. Історичний досвід та сучасні виклики макроекономічного регулювання вказують на необхідність дослідження ВП в контексті її взаємодії із ГКП.

2. На підставі систематизації різних підходів до визначення терміну «валютна політика» сформульовано її визначення як сукупності економічних, інформаційно-організаційних та правових заходів у сфері валютних відносин, направлених на формування позитивних очікувань економічних агентів, забезпечення ФСЕ та сприяння стратегічним і тактичним цілям держави.

3. Цільова спрямованість ВП взаємопов'язана з ГКП, що визначає спільний інструментарій та механізм її реалізації. Специфічні методи (валютне регулювання, валютний контроль, міжнародне співробітництво та прогнозування ВК) та інструменти їх реалізації дають підставу для виділення ВП в окрему категорію. Слід зазначити, що ВП може виконувати загальні цілі лише опосередковано – через створення умов та стимулів для економічного зростання та забезпечення стабільності національної грошової одиниці. При цьому її результативність підвищується, якщо за заданого рівня цін забезпечується зовнішня стабільність ВК та незначні коливання в показниках ВВП, зайнятості населення та відсоткової ставки.

4. В Україні наразі спостерігається різноплановий монетарний устрій через одночасне підпорядкування ГКП кільком цілям: рівень ВК, індекс інфляції, темпи зростання окремих монетарних агрегатів. Декларування НБУ пріоритетності цінової стабільності та наміру перейти до режиму ІТ передбачає посилення гнучкості ВК та переорієнтацію на переважне

використання процентної політики у монетарному регулюванні. Обгрунтовано, що для ефективної зміни режиму курсоутворення в Україні необхідне виконання наступних технічних передумов:

- проведення комунікаційної політики з метою інформування населення щодо напрямів і цілей ГКП. Це підвищить довіру до політики НБУ, сприятиме зниженню інфляційних очікувань та рівня доларизації;
- розвиток ринку хеджування валютних ризиків;
- зниження тиску короткострокового спекулятивного капіталу на ВК гривні. Перехід до гнучкого режиму ВК доцільно проводити за наявності ревальваційної динаміки;
- спрямування бюджетної політики, що проводиться урядом, на стимулювання виробництва за умови дотримання бездефіцитності;
- стабільна політична ситуація;
- зняття адміністративних обмежень щодо здійснення валютних операцій, натомість створення економічних стимулів для дедоларизації та залучення внутрішніх валютних ресурсів в економіку.

5. Дослідження гібридних підходів ІТ показало, що їх використання в умовах підвищеної ризик-премії країни дозволяє покращити показники інфляції та випуску (порівняно з класичним підходом) при зменшенні коливань ВК, процентних ставок та торговельного балансу. Для України на перехідному етапі доречно використовувати підхід відкритої економіки ІТ.

Доведено, що одним з пріоритетів ВП ЦБ, критерієм її ефективності та чинником, що впливає на її реалізацію та досягнення макроекономічних цілей держави, є підтримання ФСЕ. ФСЕ визначено як комплексну характеристику динамічного стану рівноваги фінансової системи, яка дозволяє ефективно розподіляти фінансові ресурси, здійснювати оцінку та управління ризиками, забезпечує запас міцності для протистояння зовнішнім та внутрішнім шокам та зберігає параметри у визначених межах протягом тривалого часу за всіма складовими (стабільність національної валюти, фінансових ринків та інфраструктури, збалансованість макроекономічних параметрів та державних

фінансів). Обгрунтовано, що ФСЕ на національному рівні має бути підкріплена макроекономічною стабільністю і залежить від економічного стану основних зовнішньоекономічних партнерів та глобальної фінансової стабільності, які представляють наднаціональний рівень ФСЕ.

Запропоновано авторське визначення системи забезпечення ФСЕ як організованої державою діяльності суб'єктів фінансових відносин нормативно-правового, інформаційного, регулятивного та контролюючого характеру щодо мінімізації ризиків, протидії негативним зовнішнім шокам та підтримання ефективної взаємодії між фінансовою системою та реальним сектором економіки.

6. Розглянуто взаємозв'язок терміну «фінансова стабільність» зі спорідненими поняттями, такими, як фінансова криза, вразливість фінансової системи, фінансова стійкість, фінансова безпека та системний ризик. Фінансова система може вважатися стабільною за умови, що найменше, відсутності системної фінансової кризи та низької вразливості фінансової системи.

7. На підставі дослідження кризових епізодів у світі виявлено загальні чинники порушення фінансової стабільності у світі:

1) фінансова лібералізація та дерегуляція в умовах нерозвинутості фінансових ринків та законодавства;

2) кредитний бум на стадії «перегріву» економіки, зниження якості банківських активів та капіталу, недооцінка ризиків, зменшення ресурсів фінансово-кредитної системи;

3) проблеми з платіжним балансом, викликані погіршенням активного сальдо торговельного балансу та/або зростанням зовнішнього короткострокового боргу ; подальша девальвація національної валюти;

4) «мільні бульбашки» на ринках нерухомості, цінних паперів та нафти, які супроводжуються різким падінням цін на активи.

Посилюють негативний вплив зазначених вище факторів такі чинники: поява нових учасників та інструментів фінансового ринку, сек'юритизація

банківських активів; зростання відсоткових ставок та високий показник інфляції; ризики глобалізації; недооцінка ризиків при переході від фіксованого до плаваючого режиму курсоутворення.

8. З метою вдосконалення політики забезпечення фінансової стабільності рекомендується створити наглядовий орган при НБУ або запровадити два окремих органи регулювання та нагляду за фінансовою системою. Їх основними завданнями мають бути мінімізація ризиків для реалізації середньострокових макроекономічних цілей, структурних реформ, вдосконалення фінансової інфраструктури, проведення комунікативної політики, контроль і регулювання потоків ліквідності, пруденційний нагляд за системою управління ризиками та формуванням капіталу у фінансових установах.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано в статтях [88], [89], [90], [91], [92].



РОЗДІЛ 2

РЕЗУЛЬТАТИВНІСТЬ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ В КОНТЕКСТІ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФІНАНСОВОЇ СТАБІЛЬНОСТІ

2.1 Цілі та інструменти валютної політики НБУ в процесі її генезису.

На різних етапах розвитку країни змінювалися задачі та, відповідно, цілі ГКП та ВП держави. Необхідність здійснення структурної перебудови економіки, стимулювання економічного зростання порушувало проблеми цінової та фінансової стабільності. Суперечливість монетарних цілей, проміжних орієнтирів, режимів ГКП та ВК ставить широке коло питань перед вітчизняними науковцями та економістами-практиками. Важливе місце у їх вирішенні посідають дослідження історичного досвіду реалізації ГКП та ВП в Україні. Відповідна періодизація представлена в роботах А. Гриценко [93], О. Дзюблюка [94], Ф. Журавки [32], Л. Кривенко [95], В. Міщенко [58], В. Стельмаха [29].

Нами було проаналізовано еволюцію ВП незалежної України у взаємозв'язку із ГКП НБУ та виділено наступні етапи їх розвитку:

- 1) 1991 – 1993 рр. – період невизначеності цілей, неефективної економічної системи та галопуючої інфляції;
- 2) 1994 – вересень 1996 рр. – період стабілізації національної валюти;
- 3) 1996 – 1998 рр. – адаптація після проведення грошової реформи; валютна криза, спричинена нестабільністю на Азійських фондових ринках та фінансовою кризою в Росії (1998 р.);
- 4) 1999 – 2004 рр. – післякризове відновлення; макроекономічна та фінансова стабілізація;
- 5) 2005 – серпень 2008 рр. – лібералізація ГКП та валютного регулювання на фоні збільшення надходжень іноземного капіталу в економіку України;
- 6) вересень 2008 – 2009 рр. – період фінансової нестабільності, спричинений світовою фінансово-економічною кризою;

7) 2010 – теперішній час – стабілізація національної валюти в умовах зростання девальваційних очікувань та уповільнення економічного зростання; декларування переходу до режиму ІТ.

З метою виявлення недоліків та пошуку шляхів підвищення ефективності ВП кожен етап представлено з точки зору ранжування цілей, вибору методів та інструментів їх реалізації.

Початковий І етап (1991–1993 рр.) – період формування власної грошової системи, невизначеності цілей ГКП та економічної політики держави внаслідок значного падіння виробництва, дефіциту платіжного балансу та державного бюджету, галопуючої інфляції, активного використання іноземних валют в обігу та швидкого знецінення введеної національної валюти [29, сс. 175-176].

1. Формування цілей ВП на початковому етапі

1.1. Стратегічні цілі.

1.1.1. Вихід з економічної кризи після розпаду СРСР.

1.1.2. Введення в обіг національної валюти.

1.2. Проміжні цілі.

1.2.1. Проведення м'якої ГКП, направленої на емісійну підтримку уряду та реального сектору економіки.

1.2.2. Стабілізація ВК, зниження галопуючого темпу інфляції.

1.3. Тактичні цілі.

1.3.1. Створення офіційного ЗВР НБУ з метою підтримання ВК національної валюти.

1.3.2. Формування організованого ВР (валютної біржі) і законодавства з питань валютного регулювання та контролю.

1.3.3. Скорочення дефіциту платіжного балансу.

2. Реалізація ВП за допомогою визначеного набору інструментів на початковому етапі.

2.1. Нормативні заходи.

2.1.1. Використання на етапі становлення незалежної держави Закону СРСР від 1 березня 1991 р. «Про валютне регулювання» [34, с. 31].

2.1.2. Припинення функціонування в грошовому обігу російського рубля та визначення карбованця єдиним законним платіжним засобом з листопада 1992 р. [96].

2.1.3. Прийняття Декрету КМУ «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» 19 лютого 1993 р. [97].

2.2. Адміністративні регулятивні дії.

2.2.1. Створення девальваційного тиску на курс карбованця через багаторазове виділення НБУ емісійних кредитів на фінансування бюджетного дефіциту та підтримки реального сектору економіки на підставі постанов Верховної Ради України.

2.2.2. З 1992 р. створення валютного сегменту грошового ринку, який спочатку був представлений комерційними банками, що одержали ліцензію на право проведення операцій з іноземною валютою та міжнародних розрахунків. У вересні 1992 р. розпочала роботу валютна біржа при НБУ, яка була реорганізована в Українську міжбанківську валютну біржу (УМВБ) у липні 1993 р. [58, с. 22].

2.2.3. Введення у лютому 1993 р. обов'язкового продажу 50% надходжень в іноземній валюті на користь резидентів [98].

2.2.4. Запровадження з листопада 1993 р. тимчасового порядку поповнення ЗВР шляхом викупу 10% валютних надходжень, що підлягали обов'язковому продажу, для стабілізації ВК [99].

2.2.5. Встановлення граничного розміру маржі між курсом купівлі та курсом продажу іноземної валюти за безготівковими операціями не більш як 2,5 % від офіційного ВК, за готівковими операціями – не більше 2,5 % від подвоєного офіційного ВК [99].

2.2.6. Посилення контролю за своєчасністю надходження валютних коштів на рахунки за зовнішньоторговельними операціями та їх переміщення через митний кордон України [99].

2.2.7. Запровадження з листопада 1993 р. фіксованого ВК та введення порядку продажу валюти через тимчасово створений Тендерний комітет за адміністративно встановленим курсом [58, с. 23].

2.2.8. Визначення НБУ за погодженням із КМУ офіційного курсу українського карбованця на підставі даних Міністерства економіки та Державної служби статистики про цінові співвідношення продукції, товарів і послуг з урахуванням стану платіжного балансу [34, с. 35].

2.2.9. Посилення валютного контролю за зовнішньоекономічними операціями резидентів України, а саме покладання обов'язку на комерційні банки відстежувати вчасність отримання валютних коштів за експортними операціями, митного оформлення імпортової продукції своїх клієнтів та інформувати у випадку порушення законодавчо встановлених термінів розрахунків податкові органи [100].

2.3. Економічні інструменти.

2.3.1. З 1992 р. розпочато формування ЗВР країни у таких пропорціях : доллар США – 40%, німецька марка – 20%, екою – 20%, інші валюти – 15%, золото – 5% [58, с. 22].

2.3.2. Постійне підвищення облікової ставки НБУ з 30% до 240%.

2.3.3. Запровадження з 1992 р. механізму обов'язкового резервування, що обмежувалося регулюванням грошової маси в обігу.

2.3.4. Переважне використання адміністративних обмежень для регулювання ВР.

Висновки до I етапу:

До 1994 р. ВП та ГКП не були незалежними, підпорядковувались цілям підтримання неефективної економічної системи та фінансування бюджету. За відсутності структурних зрушень така практика призвела до втрати довіри до національної валюти та рекордних темпів інфляції у 1993 р..

II етап реалізації ВП незалежної України (1994 – вересень 1996 рр.) – період відносної макроекономічної стабілізації та підготовки економіки до проведення грошово-кредитної реформи [29, с. 91].

1. Формування цілей ВП II етапу.

1.1. Стратегічні цілі.

1.1.1. Макроекономічна стабілізація.

1.1.2. Зупинення падіння економіки, проведення структурних реформ.

1.1.3. Стабілізація національної грошової одиниці. Створення належних умов для проведення грошової реформи

1.2. Проміжні цілі.

1.2.1. Рестрикційна ГКП, направлена на зниження темпів зростання грошової маси, інфляції та стабілізацію ВК [32, с. 63]

1.2.2. Лібералізація і децентралізація операцій на ВР України [101], [102].

1.3. Тактичні цілі.

1.3.1. Усунення значних розбіжностей між офіційним та ринковими курсами українського карбованця до іноземних валют [101].

1.3.2. Нарощування ЗВР НБУ

1.3.3. Скорочення дефіциту платіжного балансу.

1.3.4. Посилення валютного контролю з метою запобігання відтоку капіталу з країни.

2. Реалізація ВП II етапу за допомогою визначеного набору інструментів.

2.1. Нормативні заходи.

2.1.1. Запроваджено обов'язкове щоквартальне декларування суб'єктами підприємницької діяльності валютних цінностей, що знаходяться за межами України, як процедури, що дозволяє здійснення зовнішньоекономічної діяльності на території України [103].

2.1.2. Відновлено торги іноземною валютою на УМВБ.

2.1.3. Запроваджено обов'язковий продаж 50% валютної виручки експортерів на УМВБ [101].

2.1.4. Введено порядок індивідуального ліцензування операцій з відкриття та використання рахунків резидентів в іноземних банках та одержання кредитів в іноземній валюті від нерезидентів [104], [105].

2.1.5. Полегшено доступ на ВР нерезидентів, лібералізовано правила використання ними української валюти.

2.1.6. Введено ліміти відкритої валютної позиції для здійснення операцій з купівлі – продажу іноземної валюти уповноваженими банками за власні кошти (5% – 15% від обсягу капіталу банків) [106].

2.2. Адміністративні регулятивні дії.

2.2.1. Встановлено порядок коригування відсоткових ставок комерційних банків відповідно до змін облікової ставки НБУ.

2.2.2. Скасовано обов'язковий викуп 10% валютних надходжень суб'єктів господарювання до офіційних ЗВР НБУ [102].

2.2.3. Дозволено проводити валютообмінні операції резидентів України як через УМВБ, так і безпосередньо через уповноважені банки на міжбанківському валютному ринку України (МВРУ) [102].

2.2.4. Скасовано обмеження на продаж резидентам України іноземної валюти для проведення авансових платежів на користь нерезидентів за імпорнтними контрактами [102].

2.2.5. Призупинено видачу ліцензій на використання готівкової іноземної валюти у торгівлі товарами та послугами на території України (з серпня 1995 р.) [107].

2.2.6. Дозволено (з вересня 1995 р.) уповноваженим банкам купувати безготівкову іноземну валюту на МВРУ під готівкові валютообмінні операції з дотриманням ліміту відкритої валютної позиції [108].

2.2.7. Встановлено граничний термін зарахування валютної виручки експортерів на їх валютні рахунки в уповноважених банках – до 180 календарних днів з дати митного оформлення чи підписання акту виконаних робіт [109].

2.2.8. Розширено перелік валют, з якими дозволено операції на УМВБ [110].

2.3. Економічні інструменти.

2.3.1. Загальні інструменти ГКП:

- запровадження обов'язкового резервування для коштів, розміщених на валютних депозитних рахунках;

- зміна облікової ставки НБУ відповідно до існуючого рівня інфляції та стану грошово-кредитного ринку та її поступове зменшення з 240% до 40% [55];

- застосування державних цінних паперів як інструменту фінансування дефіциту бюджету [29, с. 92];

- введення ломбардного кредитування комерційних банків під заставу облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП).

2.3.2. Спеціальні інструменти ВП:

- визначення курсу карбованця до іноземних валют за результатами торгів на УМВБ (з жовтня 1994 р.) [110];

- проведення валютних інтервенцій для стабілізації ВК та поповнення офіційних ЗВР НБУ.

Висновки до II етапу:

ГКП у 1994 -1996 рр. мала рестрикційну направленість з метою обмеження грошової пропозиції та зниження темпів інфляції. Головне досягнення – відмова НБУ від практики надання кредитів уряду (1996) та пільгових кредитів банкам (1995). Головна прогалина – заміна грошових розрахунків бартерними [111].

III передкризовий етап (вересень 1996 – 1998 рр.) – етап суперечливих цілей та можливостей для реалізації ВП; включає адаптаційний після проведення грошової реформи та кризовий періоди.

Передумови та основні події етапу:

- припинення економічного спаду;
- зменшення темпу інфляції (39,7% у 1996р., 10% у 1997 р., і 2,3% за вісім місяців 1998 р.) [29, с. 94];
- скорочення рівня бюджетного дефіциту;
- збереження від'ємного сальдо зовнішньої торгівлі;
- зростання зовнішнього державного боргу;

- кризові явища на Азійських фондових ринках наприкінці 1997 р. та фінансова криза в Росії, яка розпочалася у серпні 1998 р.;
- значна девальвація національної валюти – 80,46% у 1998 р. та 52,21% у 1999 р. [55], [112, с. 100].

1. Формування цілей ВП III етапу.

1.1. Стратегічні цілі.

1.1.1. Підтримання стабільності запровадженої у обіг національної валюти – гривні.

1.2. Проміжні цілі.

1.2.1. Створення сприятливих умов для збільшення експорту, скорочення імпорту та підтримки вітчизняного виробника [113].

1.2.2. Подальша лібералізація ВР.

1.2.3. Стабілізація економічної ситуації та запобігання дефолту.

1.3. Тактичні цілі.

1.3.1. Утримання коливань ВК гривні в межах валютного коридору [58, с. 24].

1.3.2. Недопущення розкручування спіралі «девальвація – інфляція – девальвація» за вже пройденим раніше сценарієм [29, с.94].

1.3.3. Збереження ЗВР.

1.3.4. Обмеження спекулятивних операцій та введення валютних обмежень з метою запобігання негативних наслідків фінансової кризи в Росії на український грошово-кредитний ринок.

2. Реалізація ВП III етапу за допомогою визначеного набору інструментів.

2.1. Нормативні заходи.

2.1.1. Спрощено процедуру одержання валютних кредитів резидентами від іноземних кредиторів (травень 1997 р.) [114].

2.1.2. Тимчасово заборонено проведення безготівкових операцій з купівлі-продажу іноземної валюти на МВРУ, дозволено їх здійснення лише через УМВБ та Кримську валютну біржу [113].

2.1.3. Посилено контроль за діяльністю банків [115].

2.1.4. Установлені обов'язкові нормативи (відносно розміру капіталу) відкритої загальної, короткої, довгої та зваженої валютної позиції комерційних банків [116].

2.2. Адміністративні регулятивні дії.

2.2.1. У липні 1997 р. скасовано 50% обов'язковий продаж валютних надходжень на користь резидентів [117]. З настанням фінансової кризи у вересні 1998 р. відновлено обов'язковий продаж – спочатку 75%, а згодом 50% валютних надходжень [118].

2.2.2. З метою запобігання значних коливань на ВР з вересня 1997 р. запроваджено валютний коридор 1,7–1,9 грн./дол. США [58, с. 24]. У вересні 1998 р. змінено його межі на 1,8–2,25 грн./дол. США з подальшим розширенням до 2,5–3,5 грн./дол. США внаслідок негативного впливу кризових процесів на валютному і фондовому ринках основного торговельного партнера України – Росії [29, с. 94].

2.2.3. З грудня 1998 р. введено обмеження для комерційних банків щодо кредитування резидентів у іноземній валюті [119].

2.2.4. Тимчасово заборонено комерційним банкам приймати заявки клієнтів на купівлю іноземної валюти для оплати імпорتنих контрактів без документального підтвердження фактичного надходження товарів або отримання послуг та довідки ДПА [120].

2.2.5. Заборонено уповноваженим комерційним банкам мати відкриту валютну позицію [32, с. 59];

2.2.6. Встановлено обмеження на купівлю іноземної валюти банками-нерезидентами та на продаж готівкової іноземної валюти фізичним особам-резидентам у розмірі, що не перевищує 1000 дол. США.

2.2.7. Запроваджено максимальний розмір маржі між курсами купівлі і продажу іноземної валюти комерційних банків (не більше 5%) [113].

З відновленням стабілізації ВР у 1999 р. більша частина валютних обмежень була скасована, а курс ВП було знову спрямовано на подальшу лібералізацію зовнішньоекономічних валютних відносин.

2.3. Економічні інструменти.

2.3.1. Загальні інструменти ГКП:

- поступове зменшення облікової ставки НБУ після проведення грошової реформи (40% у вересні 1996 р.) та відновлення її зростання з початком фінансової кризи у світі (з 16% у серпні 1997 р. до 82% у липні 1998 р.) [55];

- збільшення нормативу обов'язкового резервування залучених коштів комерційних банків (з 15% у 1996-1997 рр. до 17% у 1998-1999 рр.) і вилучення з їх покриття обсягів активів, розміщених у державних цінних паперах [55], [121];

- залучення урядом короткострокового іноземного капіталу для потреб фінансування бюджетного дефіциту через випуск ОВДП, питома вага яких у загальному обсязі розміщених облігацій у 1997 р. становила близько 50% [29, с. 93]. Це призвело до спустошення ЗВР НБУ внаслідок зростаючих видатків на обслуговування зовнішніх платежів уряду у другій половині 1998 р.

2.3.2. Спеціальні інструменти ВП:

- Січень – серпень 1997 р. – проведення девізної політики шляхом викупу надлишку пропозиції іноземної валюти на ринку з метою стримування надмірної ревальвації гривні.

- Вересень 1997 р. – серпень 1998 р. – проведення валютних інтервенцій на підтримку ВК гривні через початок виведення іноземного капіталу та девальваційні очікування.

- Серпень – січень 1998 р. – вичерпання можливостей ВП внаслідок значного скорочення ЗВР, як наслідок – девальвація національної валюти (80,46% за 1998 р.).

Висновки до III етапу:

ГКП III етапу можна також охарактеризувати як рестрикційну, направлену передусім на втримання інфляційних процесів. Проте її ефективність була невеликою внаслідок підпорядкованості цілям

фінансування бюджету, а саме активну купівлю національним банком ОВДП. Нарощування обсягів дефіцитного фінансування через ринок цінних паперів зробило український фінансовий сектор вразливим, що вилилось у фінансову кризу в серпні 1998 року.

IV стабілізаційний період (1999 – 2004 рр.)

Передумови та основні події періоду:

- поступове економічне зростання та вихід із кризи;
- зниження рівня інфляції та дефіциту бюджету;
- формування позитивного сальдо поточного рахунку, збільшення експорту;
- невиконання Урядом своїх зобов'язань з погашення та обслуговування боргів перед НБУ (1999 – 2000 рр.);
- проведення численної реструктуризації ОВДП, які знаходились у власності банків, нерезидентів та НБУ; повернення боргів за простроченими зобов'язаннями [29, с. 95];
- політична та банківська криза восени 2004 р..

1. Формування цілей ВП IV етапу

1.1. Стратегічні цілі.

Продовження НБУ ГКП стабілізаційного типу, спрямованої на підтримку купівельної спроможності гривні [29, с. 94].

1.2. Проміжні цілі.

1.2.1. Стабілізація фінансових ринків; підтримка банківської системи.

1.2.2. Подальша лібералізація ВР з метою переходу до режиму плаваючого ВК гривні.

1.2.3. Підготовка заходів до запровадження режиму ІТ [122].

1.3. Тактичні цілі.

1.3.1. Зростання рівня монетизації економіки відповідно до темпів зростання ВВП [29, с. 95].

1.3.2. Утримання помірних темпів інфляції (6% – 7%) [123].

1.3.3. Забезпечення стабільності РЕОК за умов помірної девальвації номінального ВК [123].

1.3.4. Нарощування обсягів ЗВР НБУ.

2. Реалізація ВП IV етапу за допомогою визначеного набору інструментів.

2.1. *Нормативні заходи.*

2.1.1. На початку 1999 р. ухвалено закон «Про НБУ» [19], який закріпив виключне право останнього встановлювати порядок здійснення операцій в іноземній валюті, організовувати та виконувати валютний контроль, а також заборонив його участь на первинному ринку ОВДП.

2.1.2. Починаючи з 2001 р. Рада НБУ, керуючись ст. 9 Закону «Про НБУ», приймає «Основні засади ГКП», які встановлюють прогностичні показники монетарних цілей на кожен наступний рік. Серед них: монетарна база, індекс споживчих цін, грошова маса, ВК гривні [122].

2.1.3. Встановлено «Правила здійснення операцій на МВРУ» (березень 1999 р.) [120], направлені на лібералізацію ВР.

2.1.4. Започатковано роботу Торговельної сесії та Системи підтвердження угод на МВРУ [120], згідно з якими щоденні валютні операції здійснювалися у режимі реального часу у відведений термін.

2.1.5. Декларовано плаваючий режим ВК гривні (лютий 2000 р.) [124]. При цьому на протязі 2000 – 2004 рр. НБУ фактично утримував ВК на фіксованому рівні, дозволяючи незначні коливання [58, с. 27].

2.1.6. Затверджено Положення про валютний контроль [125].

2.2. *Адміністративні регулятивні дії.*

2.2.1. Скасовано обмеження на попередню (авансову) оплату за імпорнтними контрактами з 1 липня 1999 р. [126].

2.2.2. Дозволено комерційним банкам надавати кредити фізичним особам у готівковій іноземній валюті з січня 2000 р. [127].

2.2.3. Збільшено розмір маржі з 5 до 10 % від офіційного ВК НБУ при проведенні готівкових операцій з іноземною валютою [32, с. 60].

2.2.4. З березня 1999 р. розширено коридор коливань ВК до 3,4 – 4,6 грн./дол. США [112].

2.3. Економічні інструменти.

2.3.1. Загальні інструменти ГКП:

активне монетарне стимулювання економіки з початком стабілізаційних процесів: зменшення облікової ставки та скорочення нормативу обов'язкового резервування [55];

2.3.2. Спеціальні інструменти ВП:

- дозволено проведення валютних операцій з іноземними валютами I групи Класифікатора на умовах «форвард» на міжнародних ВР за дорученням та за рахунок коштів клієнтів з метою хеджування ризиків резидентів – суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності [120];
- запроваджено визначення офіційного ВК гривні як середньо-зваженого курсу за операціями з купівлі – продажу на МВРУ [128];
- 1999 – 2000 рр. – підтримка ВК гривні в межах валютного коридору за рахунок інтервенцій НБУ [112];
- 2001 – 2004 рр. – активний викуп іноземної валюти НБУ з метою запобігання значному зміцненню ВК гривні внаслідок збільшення пропозиції валюти, зумовленого позитивним сальдо торговельного балансу та припливом іноземного капіталу.

Висновки до IV етапу:

З прийняттям у 1999 р. Закону «Про НБУ» розпочинається новий етап незалежної ГКП, яка не підпорядковується цілям фінансування дефіциту держбюджету. Після виходу з кризи та досягнення у 2000 р. макроекономічної стабілізації ГКП спрямовується на підтримання економічного зростання шляхом стимулювання сукупного попиту. При цьому кореляції між зростанням грошової пропозиції та інфляцією не спостерігалось [129]. Насичення економіки грошима проводилось переважно через валютний канал емісії. НБУ проводив нестерилізовані інтервенції, викуповуючи іноземну валюту. Завдяки цьому вдалося уникнути зміцнення номінального ВК гривні. Лібералізаційний характер ВП, зважена ГКП та макроекономічна стабілізація забезпечили керованість ВК у 2001 – 2004 рр..

Декларування у 2000 р. режиму плаваючого ВК на практиці не було реалізовано. ВК гривні відносно долара США було стабілізовано на заниженому рівні і «де-факто» використовувався режим фіксованого валютного курсу. Це надало значні конкурентні переваги вітчизняним експортерам на міжнародних товарних ринках та дозволило відновити ЗВР.

V лібералізаційний період (2005 – вересень 2008 рр.)

Передумови та основні події періоду:

- Уповільнення темпів зростання ВВП;
- зростання дефіциту бюджету і рівня інфляції;
- ревальвація національної валюти у квітні 2005 р. з 5,28 до 5,05 гривень за долар США та у травні 2008 р. з 5,05 до 4,85 гривень за долар США;
- від'ємне сальдо поточного рахунку, погіршення умов торгівлі;
- надходження значного обсягу іноземного капіталу, в тому числі під об'єкти приватизації, як зовнішні корпоративні запозичення та як спекулятивні інвестиції.

1. Формування цілей ВП V етапу.

1.1. Стратегічні цілі.

Забезпечення стабільності національної грошової одиниці.

1.2. Проміжні цілі.

1.2.1. Формування сприятливих умов для запровадження режиму ІТ.

1.2.2. Лібералізація ВР, посилення гнучкості ВК гривні [130], [131].

1.3. Тактичні цілі.

1.3.1. Рестрикційні заходи ГКП [29, с. 100].

1.3.2. Використання індексу споживчих цін в якості цільового орієнтиру ГКП з 2005 р. [130].

1.3.3. Утримання монетарних цілей (індекс споживчих цін; монетарна база; грошова маса; ВК гривні) в межах прогнозованих рівнів, закріплених Основними засадами ГКП.

1.3.4. Поповнення ЗВР НБУ.

2. Реалізація ВП V етапу за допомогою визначеного набору інструментів.

2.1. *Нормативні заходи.*

2.1.1. Запроваджено індивідуальне ліцензування за певними операціями з іноземною валютою [132], [133].

2.1.2. Підвищено відповідальність за порушення валютного законодавства [125].

2.1.3. Введено нові правила торгівлі іноземною валютою на МВРУ та на міжнародних валютних ринках [134].

2.2. *Адміністративні регулятивні дії.*

2.2.1. Скасовано з квітня 2005 р. обов'язковий продаж 50% надходжень в іноземній валюті на користь резидентів [135].

2.2.2. Збільшено термін, протягом якого резидент зобов'язаний зарахувати виручку в іноземній валюті на валютний рахунок з 90 до 180 днів [109].

2.2.3. Скасовано заборону відносно проведення лише односторонніх операцій (купівлі або продажу) на МВРУ протягом одного дня комерційними банками [29, с. 99].

2.2.4. Підвищено норми вивезення та ввезення готівки і банківських металів через митний кордон України [136], [137].

2.2.5. Посилено вимоги до розміру регулятивного капіталу, необхідного для отримання дозволу на здійснення операцій із валютними цінностями.

2.3. *Економічні інструменти.*

2.3.1. Загальні інструменти ГКП:

- Включення до складу зобов'язань банків, які підлягають обов'язковому резервуванню, коштів, залучених банками від банків-нерезидентів та фінансових організацій-нерезидентів [138].

- Залучення коштів банків, в тому числі через депозитні сертифікати з метою стерилізації надлишкової пропозиції гривні [139].

2.3.2. Спеціальні інструменти ВП:

- Квітень 2005 р. – оголошення ревальвації ВК гривні до долара США на 4,8% [58, с. 27];
- 2006 – проведення валютних інтервенцій з продажу іноземної валюти на міжбанківському ринку на початку року та відновлення і збільшення валютних резервів на кінець року [29, с. 99];
- Травень 2008 р. - оголошення ревальвації валютного курсу гривні до долара США на 4% [58, с. 28];
- Встановлення вимоги щодо покриття капіталом валютного ризику (відповідно до вимог адекватності капіталу) через лімітування відкритих валютних позицій [140].

Висновки до V етапу:

Існуючий «де-факто» з 2000 р. режим фіксованого ВК та орієнтація на експортоорієнтоване виробництво призвели до підвищення зовнішньої залежності економіки України (відношення експорту товарів і послуг до ВВП коливалося протягом 2000-2005 рр. в межах 54-62% [55]). Втрата валютним курсом свого сигнального значення та непрозора політика курсоутворення призвели до значної доларизації та акумуляції дисбалансів в економіці. Фінансова нестабільність посилювалась нарощуванням зовнішніх боргів уряду та корпоративного сектору; збільшенням банківських ризиків, передусім через невідповідність активів і пасивів по строках та валютах.

VI період (вересень 2008 р. – 2009 р.): фінансово-економічна криза.

Передумови та основні події періоду:

- світова фінансова криза, яка розпочалася 2007 р. у США;
- відтік капіталу та обмежений доступ до зовнішніх джерел запозичень;
- значне збільшення зовнішнього боргу країни;
- накопичення поганих боргів та криза банківської системи;
- від'ємне сальдо зовнішнього торговельного балансу з 2006 р.;
- погіршення світової кон'юнктури та зменшення експортної виручки;
- зростання інфляції та девальвація національної валюти;
- залучення фінансування МВФ за програмою «stand by».

1. Формування цілей ВП VI етапу.

1.1. Стратегічні цілі.

1.1.1. Забезпечення стабільності національної грошової одиниці

1.1.2. Підтримання стійкості банківської системи.

1.1.3. Стимулювання відновлення економіки.

1.2. Проміжні цілі.

1.2.1. Використання параметру монетарної бази як операційного орієнтира ГКП.

1.2.2. Забезпечення зовнішніх аспектів стабільності гривні через використання режиму керованого плавання ВК [20].

1.2.3. Зниження рівня доларизації економіки, зовнішніх ризиків.

1.3. Тактичні цілі.

1.3.1. Підвищення капіталізації, зменшення ризикованості та структурних дисбалансів банківської системи.

1.3.2. Обмеження спекулятивних операцій на ВР.

1.3.3. Дотримання кількісних критеріїв ефективності з монетарної бази та чистих міжнародних резервів згідно програми «stand by» МВФ [141].

2. Реалізація ВП VI етапу за допомогою визначеного набору інструментів.

2.1. Нормативні заходи.

З метою подолання негативних наслідків фінансової кризи на законодавчому рівні встановлено низку валютних обмежень [142]:

- зменшено граничні терміни розрахунків за зовнішньоекономічними контрактами зі 180 до 90 днів;

- заборонено кредитування фізичних осіб у іноземній валюті;

- заборонено дострокове виконання резидентами зобов'язань перед нерезидентами-кредиторами за позиками в іноземній валюті;

- надання кредитів в іноземній валюті та їх погашення після прийняття закону дозволено лише у безготівковій формі.

2.2. Адміністративні регулятивні дії.

2.2.1. Тимчасово встановлено жорсткі обмеження на готівковий курс продажу долара США та посилено вимоги щодо рефінансування комерційних банків з метою обмеження спекулятивних операцій на валютному ринку [58, сс. 29-30].

2.2.2. Тимчасово введено обмеження щодо купівлі та обміну іноземної валюти для здійснення розрахунків за імпортними контрактами без документального підтвердження фактичного надходження товару на територію України [143].

2.2.3. Запроваджено механізм валютних аукціонів та підвищено контроль за валютними операціями уповноважених банків [144].

2.2.4. Тимчасово заборонено проведення операцій з купівлі-продажу іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку на умовах спот і форвард [145].

2.2.5. Заборонено враховувати у відкритій валютній позиції комерційних банків валютні резерви, створені під видані банками валютні кредити [145], що зобов'язує банки формувати резерви за кредитами, виданими в іноземній валюті у гривні.

2.3. Економічні інструменти.

2.3.1. Загальні інструменти ГКП:

- підвищення нормативів щодо формування банками обов'язкових резервів, зокрема за кредитними операціями в іноземній валюті з позичальниками, які не мають валютної виручки, норматив резервування встановлено на рівні 50% для стандартних кредитів та 100% для кредитів нижчої категорії [146];

- поступове зниження облікової ставки з 12% до 10,25% [55];

- збільшення нормативів обов'язкового резервування за поточними рахунками у іноземній валюті з 5% до 7% [55].

2.3.2. Спеціальні інструменти ВП:

- активна політика інтервенцій з метою зупинення девальваційного тренду ВК гривні;

- диверсифікація офіційних ЗВР: збільшення частки австралійського долара, швейцарського франка та золота;
- заміна нормативу ризику загальної відкритої валютної позиції банків на ліміти відповідних граничних значень [145].

Висновки до VI етапу:

Висока залежність української економіки від ситуації на зовнішніх товарних та фінансових ринках, помножена на відсутність структурних реформ, незбалансованість державного бюджету та банківської системи призвели до зростання інфляції та девальвації національної валюти. Дії НБУ щодо призупинення спекулятивних атак на ВР та гальмування інфляційних процесів носили переважно адміністративний характер. Їх результатом стало значне обмеження ліквідності банківської системи та призупинення кредитування економіки. Прийняття постанови НБУ № 107 від 28 лютого 2009 р., яка суперечить міжнародній практиці та зобов'язує комерційні банки формувати резерви під валютні активи у гривні, дозволило значно підвищити пропозицію іноземної валюти та ліквідувати її дефіцит. Ціною зупинення девальваційного тренду ВК гривні на фоні дефіциту платіжного балансу, збільшення виплат за зовнішнім та внутрішнім боргом, а також негативних очікувань економічних агентів стало від'ємне сальдо валютних інтервенцій НБУ та зменшення ЗВР країни. Заходи регулятора, направлені на зменшення доларизації фінансової системи призвели до зменшення банківських активів в іноземній валюті, але не зупинили зростання валютних депозитів. Показники інфляції залишилися на двозначному рівні, а економіка продовжила падіння.

VII період (2010 р. – теперішній час) – стагнація економіки.

Передумови та основні події періоду:

- боргова криза в Європі;
- уповільнення темпів зростання світової економіки;
- стагнація української економіки, дефляція 2012-2013 рр.;
- підтримання фіксованого ВК гривні;

- зростання дефіциту поточного рахунку при збільшенні позитивного сальдо фінансового рахунку та операцій з капіталом;
- зростання бюджетного дефіциту, державного боргу, валового зовнішнього боргу при скороченні зовнішнього боргу комерційних банків та призупиненні фінансування МВФ;
- переорієнтація із зовнішніх на внутрішні джерела фінансування державного боргу, використання нових інструментів – ОВДП, номінованих в іноземній валюті та індексованих ОВДП;
- збільшення ЗВР країни у 2010-2011 рр. та їх скорочення у 2012-2013 рр..

1. Формування цілей ВП VI етапу.

1.1. Стратегічні цілі.

1.1.1. Забезпечення стабільності національної грошової одиниці.

1.1.2. Підтримання стійкості банківської системи.

1.1.3. Стимулювання стійких темпів економічного зростання.

1.2. Проміжні цілі.

1.2.1. Перехід до монетарного режиму ІТ, який передбачає реалізацію вільного плавання ВК [20].

1.2.4. Підвищення ефективності каналу облікової ставки; її скорочення з метою активізації кредитування реального сектору економіки.

1.2.5. Дедоларизація фінансової системи.

1.3. Тактичні цілі.

1.3.1. Зменшення відсоткових ставок за кредитами та депозитами; підвищення ліквідності та достатності капіталу комерційних банків; зменшення волатильності на міжбанківському кредитному ринку.

1.3.2. Створення комплексної системи моніторингу та механізму хеджування валютних ризиків.

1.3.3. Диверсифікація ЗВР та підтримання їх безпечного рівня.

1.3.4. Залучення коштів в іноземній валюті через механізм ОВДП.

1.3.5. Забезпечення рівноваги на ВР з одночасним зменшення валютних інтервенцій НБУ.

2. Реалізація ВП VI етапу за допомогою визначеного набору інструментів.

2.1. *Нормативні заходи.*

2.1.1. З 2011 р. комерційним банкам дозволено здійснювати власні операції в межах установлених лімітів відкритої валютної позиції без наявності зобов'язань, а також включати позабалансові вимоги та зобов'язання до розрахунку відкритої валютної позиції.

2.1.2. З 20.05.2011 р. уповноваженим банкам дозволено здійснювати арбітражні операції на МВРУ, а також проводити торгівлю іноземною валютою на умовах «своп» [147].

2.1.3. З 10.09.2012 р. уповноваженим банкам дозволено здійснювати з іноземними банками власні арбітражні операції та за дорученням клієнтів – фізичних осіб-резидентів [148].

2.1.4. З 06.11.2012 р. на законодавчому рівні за НБУ закріплено право тимчасово (на строк до 6 місяців) запроваджувати обов'язковий продаж частини надходжень в іноземній валюті та змінювати строки розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів [149].

2.1.5. Обмежено використання на території України іноземної валюти як міри вартості [150].

2.2. *Адміністративні регулятивні дії.*

2.2.1. Запроваджено вимоги щодо обов'язкового продажу валютної виручки резидентів у розмірі 50 % (із 19.11.2012) [151] та зовнішніх валютних надходжень на користь фізичних осіб, якщо їх сума перевищує в еквіваленті 150 тис. грн. на місяць (з 27.11.2012) [152].

2.2.2. Збільшено вимоги щодо розміру мінімального рівня регулятивного капіталу банків [153].

2.2.3. Відновлено вимогу щодо 20% резервування банками у НБУ короткострокових коштів нерезидентів в іноземній валюті [154].

2.2.4. Запроваджено ідентифікацію фізичних осіб при здійсненні валютнообмінних операцій.

2.2.5. Збільшено суму продажу готівкової іноземної валюти одній особі через касу банку протягом одного дня з 80 до 150 тис. грн. [147].

2.2.6. Продовжено дію постанови НБУ № 107 від 28 лютого 2009 р. [145] щодо формування резервів під валютні активи у гривні.

2.3. Економічні інструменти.

2.3.1. Загальні інструменти ГКП:

2.3.1.1. Збільшено нормативи обов'язкового резервування за залученими коштами в іноземній валюті.

2.3.1.2. Зменшено частку обов'язкових резервів, які банки мають формувати на окремому рахунку в НБУ. Дозволено зараховувати для їх покриття 10% від номінальної вартості валютних ОВДП.

2.3.1.3. Поетапно знижено облікову ставку НБУ, процентні ставки за інструментами рефінансування.

2.3.1.4. Збільшено можливі терміни проведення операцій прямого репо та рефінансування шляхом проведення тендерів [153].

2.3.1.5. Міністерство фінансів розпочало емісію ОВДП, номінованих в іноземній валюті [153].

2.3.2. Спеціальні інструменти ВП:

2.3.2.1. Зменшення попиту на іноземну валюту на ВР у поєднанні з інтервенційною підтримкою керованості ВК гривні.

2.3.2.2. Управління валютною та структурною складовими ЗВР з метою зменшення валютних ризиків та ризику ліквідності.

2.3.2.3. Поповнення ЗВР за рахунок випуску ОВДП, казначейських зобов'язань, єврооблігацій, збільшення частки обов'язкового продажу валютних надходжень на МВРУ.

2.3.2.4. Встановлення для комерційних банків щоденного ліміту загальної довгої та короткої відкритої валютної позиції – не більше 5% та не більше 10% відповідно [147].

Висновки до VII етапу:

Незважаючи на послаблення деяких монетарних інструментів (нормативи обов'язкового резервування, рефінансування комерційних банків, облікова ставка) в цілому ГКП НБУ у 2010-2013 рр. носила рестрикційний характер, направлений на підтримання стабільності національної грошової одиниці. При цьому підтримання ВК гривні щодо долара США на фіксованому рівні при посиленні девальваційних тенденцій на ВР багатьох країн; обмежене кредитування реального сектора та високі процентні ставки за кредитами стали каталізаторами уповільнення економічного зростання. Негативне сальдо валютних інтервенцій НБУ та збільшення виплат за зовнішнім боргом країни значно скоротили ЗВР країни. Валютне регулювання поєднувало як лібералізаційні процедури, так і адміністративні важелі, направлені на збалансування попиту і пропозиції на ВР. Стабільність ВК гривні підкріплювалася також заходами по зменшенню рівня доларизації економіки (збільшення нормативів резервування; ідентифікація фізичних осіб при здійсненні готівкових операцій; обговорення 10-15% податку на продаж готівкової валюти). Як результат, частка депозитів в іноземній валюті зменшилася із 48% у 2009 р. до 40% у першому півріччі 2013 р. Відповідно, частка валютних кредитів в структурі кредитних портфелів комерційних банків зменшилася з 59% у 2008 р. до 36% у червні 2013 р.. На відміну від 2009-2012 рр., у першій половині 2013 р. негативне сальдо інтервенцій НБУ скоротилося до 0,6 млрд. дол. США. Цьому сприяло збалансування попиту і пропозиції іноземної валюти на готівковому ринку.



2.2 Оцінка ефективності валютної політики як чинника фінансової стабільності економіки

Стійкий розвиток національної економіки та її фінансова стабільність великою мірою залежать від ефективності здійснюваної ВП. Ефективність виступає як індикатором, так і стимулом розвитку.

Дослідженню сутності, критеріїв та методів вимірювання ефективності присвячена велика кількість наукових робіт. Витоки цього поняття ідуть від латинського *effectus*, яке означає результативність, дієвість, продуктивність тощо. В економічній літературі результативність та ефективність розглядають як тотожні, так і взаємопов'язані категорії. За одним з підходів ефективність представляє здатність приносити ефект, результативність процесу і визначається як відношення результату (ефекту) до витрат, що забезпечили його отримання [155]. Дане тлумачення відповідає англійському варіанту «*efficiency*», який перекладається як економічна ефективність [156] та означає оптимальне співвідношення витрачених ресурсів та отриманих результатів (незалежно від того, чи була досягнута поставлена мета).

Басовський Л. Є. вважає, що таке визначення ефективності характеризує внутрішній ефект, для розкриття зовнішнього ефекту, що вимірюється ступенем досягнення цілей, використовує термін результативність [157]. Результативність, як здатність досягати раніше поставлені цілі, кореспондує з англійським терміном «*effectiveness*». Можна зробити висновок, що ефективність є кількісною характеристикою певного процесу або системи, а результативність – якісною, що показує сукупний результат та потенціал для можливого розвитку.

Поняттю «ефективність» також відповідає англійський термін «*performance*», який характеризує загальний стан організації, включаючи фінансові та нефінансові параметри, досягнутий рівень розвитку та перспективи. Найчастіше застосовується словосполучення «*financial performance*», що характеризує фінансові результати або загальний

фінансовий стан підприємства протягом певного періоду часу і може бути використаним для порівняльного аналізу як окремих фірм, що працюють в одній галузі, так і різних секторів економіки [158].

Вітчизняні науковці Міщенко [58], Журавка [32], Береславська [159] та практики НБУ [29], [147] для оцінки ефективності ВП та ГКП часто проводять ретроспективний аналіз застосування відповідних інструментів з метою порівняння прогностичних макроекономічних та цільових монетарних змінних з їх фактичними значеннями. Ці показники відображають стратегічні та проміжні цілі монетарної політики і викладаються у Основних засадах ГКП НБУ на підставі макроекономічних прогностичних даних, представлених КМУ. За цим підходом *результативність* ВП оцінюється за рівнем виконання її проміжних цілей та сприянням у досягненні стратегічних цілей із дотриманням їх пріоритетності [18]. Оскільки порівняння отриманих результатів із витраченими ресурсами не є завжди можливим, ефективність застосування відповідних інструментів визначається насамперед, їх внеском в динаміку макроекономічних змінних, визначених стратегічними цілями ГКП. При цьому реалізація тактичних цілей не повинна суперечити зазначеному завданню.

Другий підхід до аналізу *ефективності* ВП полягає у вивченні дієвості та швидкості передачі її сигналів через механізми монетарної трансмісії [160], [27], що визначається як процес, система реакцій, економічних каналів, відносин або ланцюг економічних змінних за допомогою яких рішення ГКП впливають на змінні реального сектору [51], [53]. В країнах, де головною метою ГКП визначено забезпечення цінової стабільності, її ефективність оцінюється по досягненню певного рівня цінового індексу. При цьому ВП вважається більш ефективною, коли за заданого рівня цін забезпечується зовнішня стабільність ВК та незначні коливання реального сектору економіки, як то випуск, зайнятість та відсоткова ставка. Для перевірки дієвості каналів монетарної трансмісії найчастіше використовують підхід векторних авторегресій (*VAR*) та векторні моделі корекції похибок (*VECM*)

[27], [53], [160]. Метою використання даного підходу є динамічний аналіз реакції макроекономічних показників на економічні шоки; дослідження взаємозв'язку фінансових показників за незмінних правил ГВП та ВВП та у випадку модифікації валютно-монетарних факторів.

На наш погляд, недоцільно застосовувати термін «економічна ефективність» по відношенню до ВВП через складність визначення її витратної та дохідної складових. Більш доречним є оцінювання *ефективності ВВП* з точки зору результативності заходів у сфері валютних відносин, яка характеризується точністю та швидкістю реалізації поставлених цілей, доцільністю та дієвістю застосованих інструментів, адекватністю прийнятих управлінських та фінансових рішень.

Спираючись на узагальнення теоретико-методологічних підходів до визначення сутності поняття «ефективність» та придатності їх застосування до аналізу ВВП та ГВП, нами була розроблена система кількісних та якісних критеріїв оцінювання ефективності ВВП ЦБ (рис. 2.1).

На наш погляд, якісні параметри, що відображують ступінь ефективності ВВП, включають:

- орієнтованість, тобто визначення цільових орієнтирів;
- своєчасність – оперативне реагування на зміну економічних умов;
- дієвість – здатність впливати на економічну ситуацію в країні;
- оптимальність – використання в певний період часу таких підходів, методів та інструментів реалізації ВВП, які забезпечують ефективне функціонування ВР та економіки в цілому (рис. 2.1).

Інституційними якісними критеріями ефективності ВВП виступають рівень довіри економічних суб'єктів до ВВП ЦБ, її прозорість, послідовність та відповідність очікувань учасників ринку реальним тенденціям на ВР.

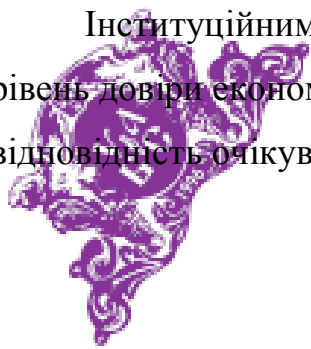




Рисунок 2.1 – Науково-методичний підхід до оцінювання ефективності ВП

Джерело: [19], [20], [27], [58], [159]

Аналіз результативності ВП передбачає оцінювання ефективності відповідних регулюючих інструментів (див. рис. 2.1). Їх економічне обґрунтування базується на визначенні:

- гнучкості та маневреності інструменту;
- можливості проведення зворотнього заходу для нейтралізації небажаних процесів на ринку;

- швидкості досягнення бажаних результатів та їх відповідності поставленим цілям;
- прозорості та простоти інструменту, що забезпечують правильне розуміння справжніх цілей його використання;
- послідовності інструменту, яка унеможливує часту зміну процедур і правил;
- надійності інструменту, яка передбачає мінімум фінансових, операційних ризиків та побічних ефектів від його застосування.

Вибір інструментів валютного регулювання має відповідати не лише тактичним, а й стратегічним цілям ВП та ГКП, враховувати особливості розвитку національної фінансової системи та взаємодії органів виконавчої влади з питань реалізації макроекономічної політики держави. Для адекватного реагування на внутрішні та зовнішні виклики необхідно запроваджувати нові інструменти та розширювати спектр вже існуючих.

Запропоновані кількісні критерії до визначення ефективності ВП (див. рис. 2.1) включають: ступінь виконання кількісних монетарних орієнтирів, визначених як проміжні цілі ВП та ГКП; досягнуті макроекономічні результати відповідно до поставлених стратегічних цілей грошово-кредитного регулювання та стан ФСЕ.

Оцінка досягнення проміжних та стратегічних цілей проводиться як шляхом порівняльного аналізу, так і через дослідження причинно-наслідкових зв'язків між заходами валютно-монетарного регулювання і динамікою показників фінансового та реального секторів економіки, визначення швидкості передачі сигналів ВП у механізмі монетарної трансмісії та способів досягнення довгострокової рівноваги.

Критеріями, що узагальнюють результати виконання проміжних та стратегічних цілей ВП та вказують на здатність протидіяти валютній кризі, у запропонованому підході (див. рис. 2.1) є: адекватність вартості національної валюти (номінального ВК) та ЗВР; керованість реального ВК.

При оцінюванні результативності ВП слід враховувати і фактори, що визначають ефективність її формування та реалізації (рис. 2.2).

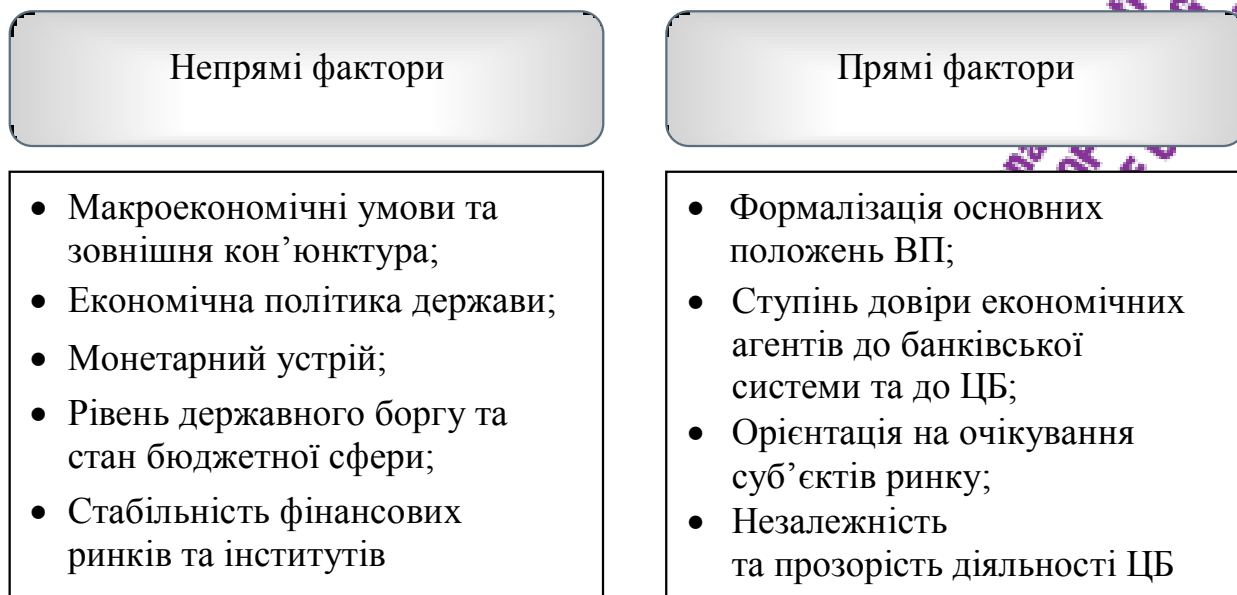


Рисунок 2.2 – Фактори, що впливають на ефективність ВП

Джерело: [18], [32], [58], [159]

Оцінювання ефективності ВП НБУ розпочнемо з аналізу виконання проміжних цілей, встановлених Основними засадами ГКП НБУ [122], [161]. На різних етапах 2002-2013 рр. такими були: рівень грошової бази, грошової маси, індекс споживчих цін, офіційний ВК гривні до долара США, рівень ЗВР та чистих зовнішніх активів НБУ.

Проведене дослідження дозволило зробити висновок, що за рівнем виконання кількісних монетарних показників ВП була неефективною. Хоча фактичні значення ВК гривні до долара США знаходилися в межах прогнозованих коридорів на протязі 2001-2007 рр. (табл. 2.1), інфляційної мети в цей період не було досягнуто. Після початку кризи у 2008 р. НБУ відмовився від планування ВК гривні на користь визначення середньострокової інфляційної мети (в табл. 2.1–2.2 рівень інфляції представлено індексом споживчих цін, грудень до грудня попереднього року).

Таблиця 2.1 Динаміка виконання прогнозних показників монетарної сфери у 2002-2007 рр.

Прогнозні показники монетарної сфери	2001	2002		2003		2004		2005		2006		2007	
	факт	план	факт	план	факт	план	факт	план	факт	план	факт	план	факт
Індекс споживчих цін, % (грудень до грудня)	106,10	109,8	99,4	106-107	108,2	105,8-106,3	112,3	106-107	110,3	108,5-109,5	111,6	107,5	116,6
Індекс цін виробників, %	100,9		105,7		111,1		124,1		109,3		114,1		123,3
Монетарна база, млрд. грн.	23,1		30,8	35,6-37,7	40,1	53,6-57,8	53,8	72,6-78,8	82,8	90,5-97,6	97,2	—	141,9
Монетарна база, темпи зростання до попер. року, %	137,4	111-113	133,6	117-120	130,1	126-132	134,1	120-126	154	122-127	117,5	—	146
Грошова маса, млрд. грн.	45,8		64,9	72,4-78,7	95,1	121,9-132,8	125,8	186,1-201	194,8	223,7-240,8	261,4	334,2-347,3	397,4
Грошова маса, темпи зростання до попер. року, %	141,9	118-120	141,8	122-127	147,7	132-139	132	128-133	154	127-132	134,2	128-133	151,7
Облікова ставка НБУ, %	12,5		7		7		9		9,5		8,5		8
Норматив резервування коштів КБ	6-14		2-12		0-10		7-8		6-8		0,5-5		0,5-5
Середній офіційний курс UAH/USD	5,3	5,6	5,325	5,48	5,33	5,38-5,42	5,32	5,27-5,31	5,13	5,0-5,2	5,05	4,95-5,25	5,05
Чисті зовнішні активи, млрд. грн. на кінець періоду			13,7		28,3		44,8		94		111,2		165,3
Темпи приросту реал. ВВП (у % до попер. року)	9,2		5,2		9,6		12,10		2,7		7,1		7,6
Сальдо Зведеного бюджету (у % до ВВП)	-0,3		0,7		-0,2		-3,2		-1,8		-0,7		-1,1
Сальдо поточного рахунку платіжн. балансу (% ВВП)	1,4		7,7		2,8		5,7		-0,4		-4,3		-3,7
Валов. зовн. борг (% ВВП)	26,6		51,1		47,5		46,3		45,9		50,6		56

Джерело: [55]



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

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

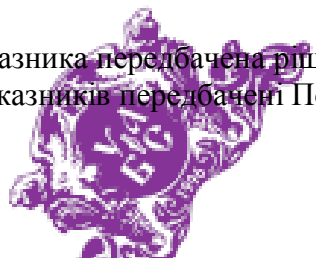
Таблиця 2.2 Динаміка виконання прогностичних показників монетарної сфери у 2008-2013 рр.

Прогнозні показники монетарної сфери	2008		2009		2010		2011		2012		2013	
	план	факт	план	факт	план	факт	план	факт	план	факт	план	прогноз
Індекс споживчих цін, % (грудень до грудня)	109,6 115,9*	122,3	109,5	112,3	109,7- 113,1 **	109,1	108,9	104,6	107,9	99,8	104,8- 106,1	
Індекс цін виробників, %	--	123	118,5	114,3	114,4	118,7		114,2		100,3		
Монетарна база, млрд. грн.	--	186,7	--	195	--	225,7		239,9		255,3		
Монетарна база, темпи приросту до поперед. року, %	--	31,5	6	4,4	9-13	15,8	14-18	6,3	12-16	6,4	6-8	
Грошова маса, млрд. грн.	--	515,7	--	487,5	--	597,9		685,5		773,2		
Грошова маса, темпи зростання до поперед. року, %	1) 30-35 2) 35-40*	29,9	8	-5,5	--	22,6		14,7		12,5		
Облікова ставка НБУ, %		12		10,25		7,75		7,75		7,5		
Норматив резервування коштів КБ		0-5		0-7		0-7		0-8		0-10		
Середній офіційний курс UAH/USD	4,95-5,25 4,85 ± 4%	5,27	4,85 ± 5%	7,79		7,94		7,97		7,99		
Чисті зовнішні активи, млрд. грн. на кінець періоду		210		165,6		221,4		199,3		160,4		
Темпи приросту реал. ВВП, % (у пост. цінах 2007 р.)	3,5-4	2,1		-15,1		3,7	4,5	5,2	3,9-6,5	0,2	2,5-3,4	
Сальдо Зведеного бюджету (у % до ВВП)		-1,5		-4,1		-6,0		-1,8		-3,5 (оцінка)		
Сальдо поточн. рахунку платіжн. балансу (% ВВП)		-7,0		-1,5		-2,2		-6,3		-8,4		
Валов. зовн. борг (% ВВП)		55,9		88,4		85,0		76,4		75,8		

Джерело: [55]

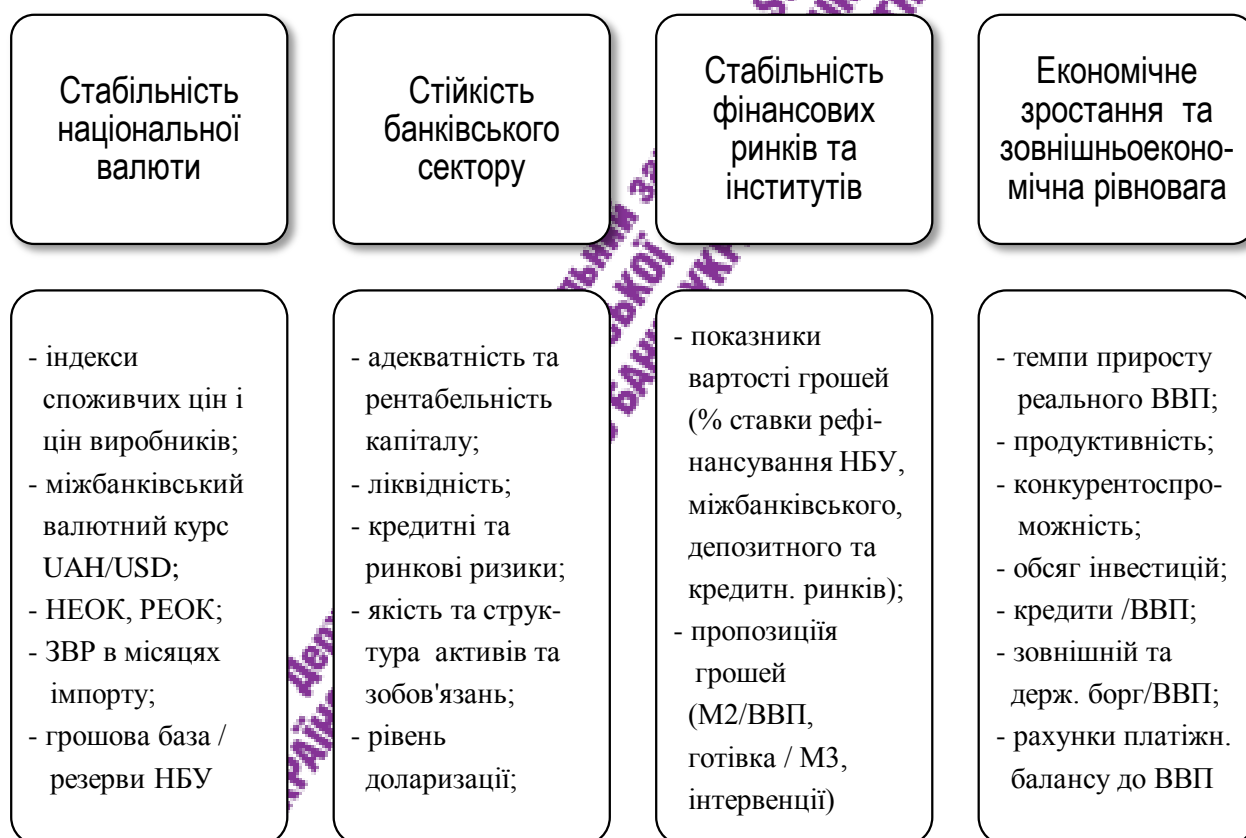
* зміна планового показника передбачена рішенням Ради НБУ від 15.09.2008р. № 17.

** планові значення показників передбачені Постановою КМУ від 12.09.2009р. № 973 зі змінами від 24.03.2010р. № 281.



У 2010-2013 рр. номінальний ВК не зазнав значних змін, рівень інфляції зменшився до 0%, проте стан макроекономічної та фінансової стабільності значно погіршився. До факторів, що знижують ефективність ВП автором віднесено: частий перегляд макроекономічних прогнозів і проміжних монетарних орієнтирів (темів приросту грошової бази, грошової маси, рівня інфляції) та відсутність офіційно оголошеного плану дій на випадок відхилення цільових показників ГКП.

В якості кількісних критеріїв ефективності ВП, що відображають досягнення стратегічних цілей, пропонується система показників, представлена на рисунку 2.3.



Рисунк 2.3 – Кількісні критерії результативності ВП

ВП НБУ, направлену на підтримання фіксованого ВК гривні до долара США (рис. 2.4) не можна назвати ефективною з точки зору впливу на рівень інфляції та темпи зростання економіки. З часу проведення грошової реформи у 1996 р. гривня пройшла етап тривалої девальвації у 1998-2000 рр. внаслідок валютної кризи, дві ревальваційні корекції у квітні 2005р. та у травні-червні

2008р., значне знецінення (59%) наприкінці 2008 р. та продовження девальваційного тренду у 2009-2012 рр.. Дискусія стосовно практичної реалізації режиму гнучкого ВК, який було задекларовано ЦБ ще у лютому 2000 р., продовжуються.

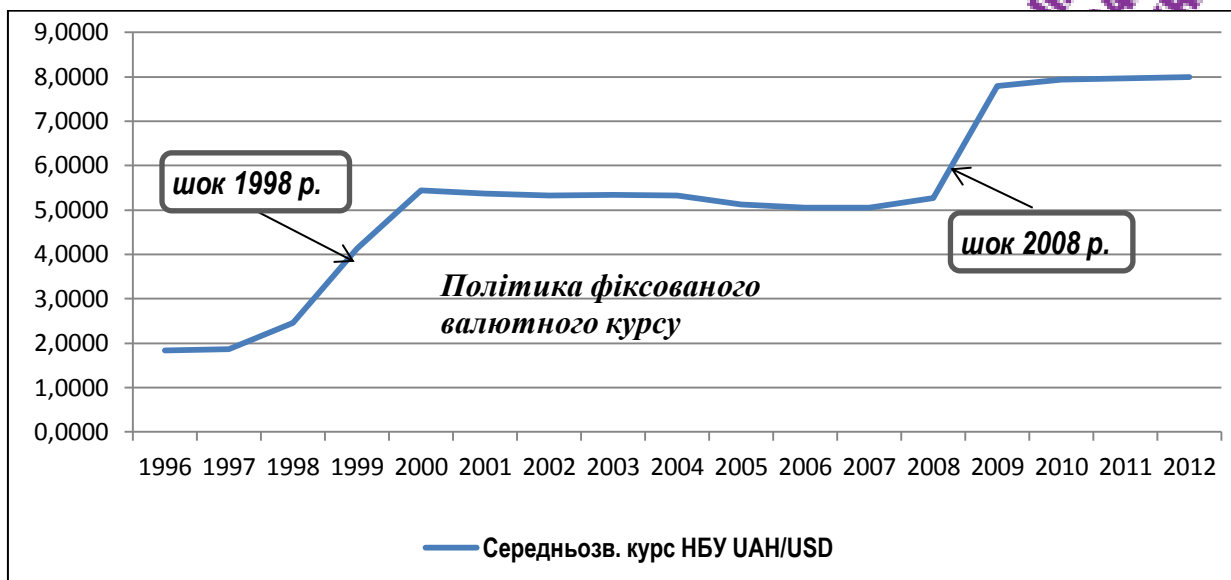


Рисунок 2.4 – Офіційний ВК гривні до долара США у 1996-2012 рр.

Джерело: [55]

Наразі суттєве зменшення ЗВР, збільшення дефіциту платіжного балансу та категорична позиція МВФ щодо продовження програми кредитування звужують можливості НБУ підтримувати ВК своїми інтервенціями (рис. 2.5).

Однією з умов отримання кредиту “stand-by” від МВФ на підтримку економічної та фінансової стабільності в країні став перехід до плаваючого режиму ВК [141]. В «Основних засадах ГКП на 2010 рік» [144] НБУ передбачив підтримку режиму гнучкого ВК, який відображає співвідношення попиту та пропозиції на ВР, залишивши за собою право згладжувати різкі курсові коливання через проведення планомірних валютних інтервенцій за умови підтримки ЗВР на безпечному рівні.

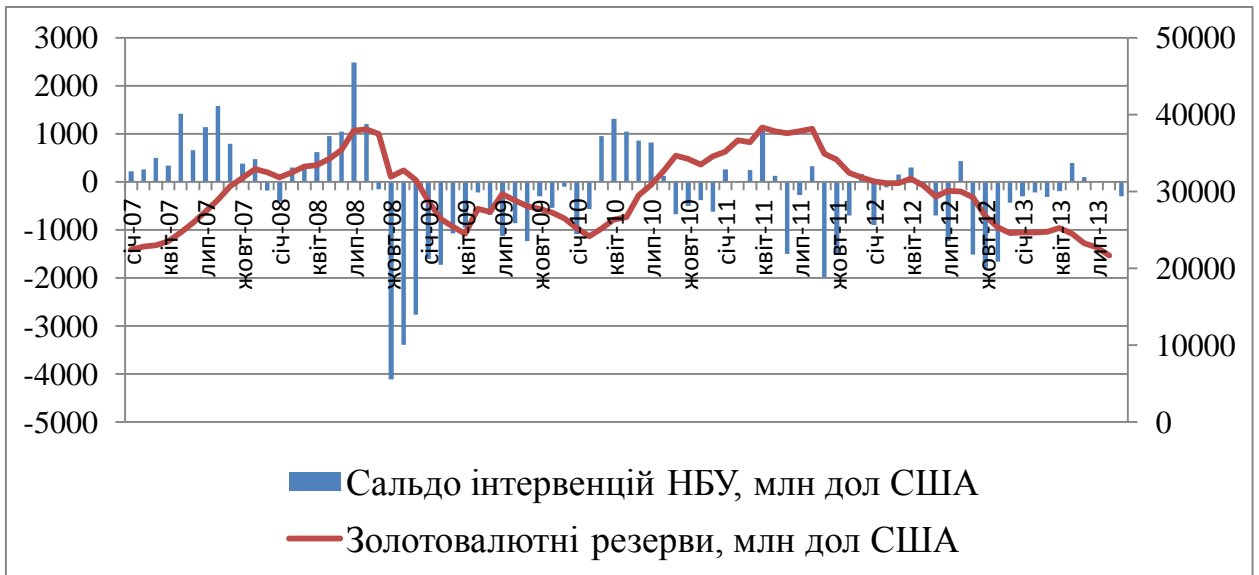


Рисунок 2.5 – Динаміка ЗВР та інтервенцій НБУ в 2007–2013 рр.

Джерело: [55]

Цим же документом зазначено, що стратегічною метою ГКП є стабілізація інфляції на заздалегідь визначеному низькому рівні (спочатку в межах 10 % [144], а в середньостроковій перспективі в межах 3-5% [161]) та поступовий перехід до монетарного режиму ІТ. Зменшення рівня інфляції, яке простежується з 2009 р., було досягнуто за допомогою монетарних та фіскальних обмежень, які негативно впливають на темпи економічного зростання в Україні (рис. 2.6).

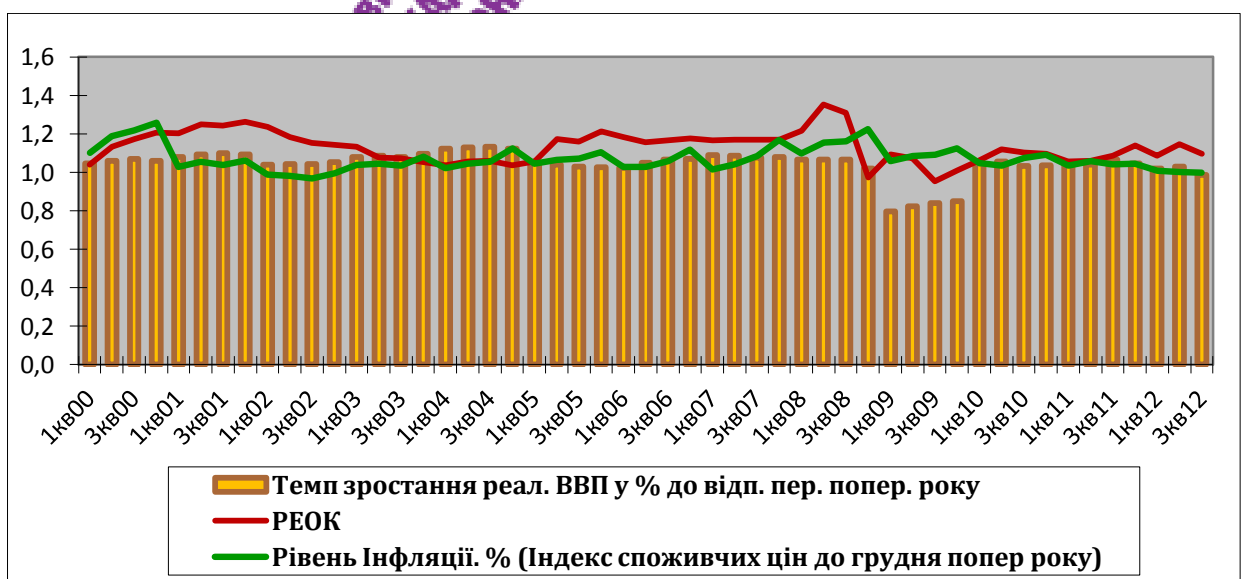


Рисунок 2.6 – Динаміка реального ВВП, РЕОК та інфляції у 2000-2012 рр.

Джерело: [55]

Підтримання стабільності ВК гривні та зниження рівня інфляції забезпечувалось зменшенням грошових коштів у розпорядженні комерційних банків, про що свідчить зниження залишків на кореспондентських рахунках кредитних установ та значне збільшення ОВДП в їх портфелі (рис. 2.7).

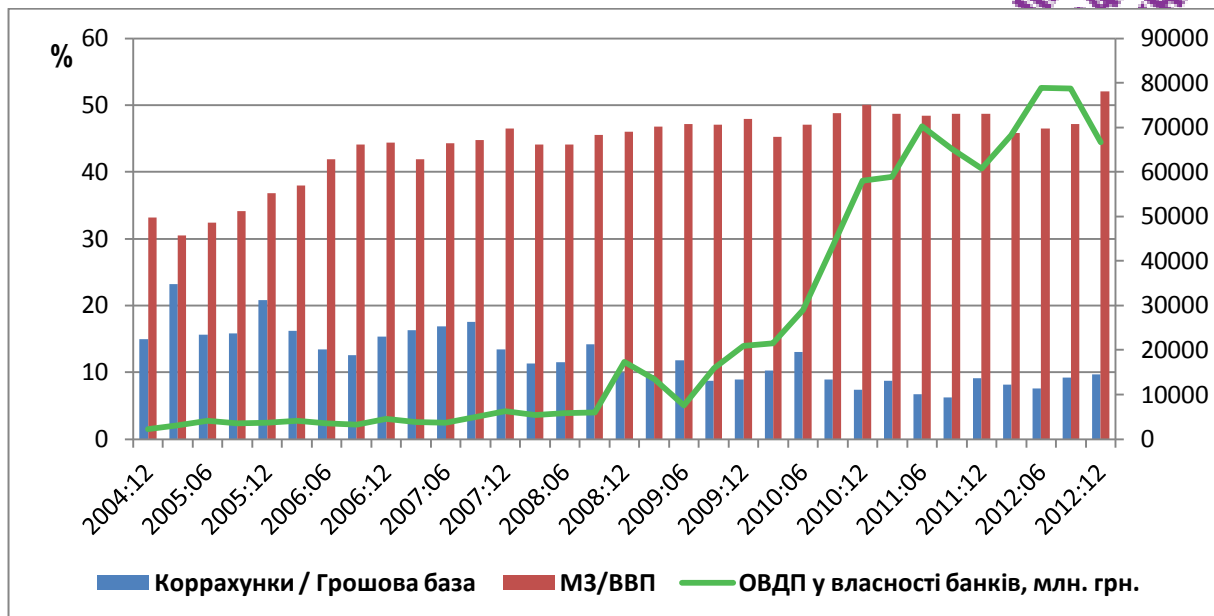


Рисунок 2.7 – Показники ГКП НБУ в 2004-2012 рр.

Джерело: [55]

Використання адміністративних важелів регулювання ВР стало носити системний характер. У 2011 р. була введена «паспортизація» валютних операцій. В 2012 р. повернена норма про обов’язковий продаж частини валютної виручки експортерами; зменшено термін проведення зовнішньоторговельних розрахунків; активно обговорюється введення 10% податку з продажу готівкової іноземної валюти. Крім того, було задіяно і монетарний канал впливу на ВК. НБУ різко скоротив ліквідність на міжбанківському ринку, знижуючи таким чином пропозицію гривні. Підтримання стабільності національної валюти неринковими методами та відсутність прозорості в діях НБУ формує негативні очікування економічних суб’єктів щодо подальшого розвитку ВР та ФСЕ держави у цілому. Несприятливі (девальваційні) очікування призводять до зниження ВК гривні, стимулюють інфляційні процеси в країні та невизначеність щодо подальшого розвитку економіки.

Значний вплив на стан фінансової стабільності та розвиток економіки має адекватна вартість національної валюти, яка виступає критерієм результативності ВП (рис. 2.8). Для аналізу відповідності ВК гривні до долара США економічній ситуації в країні використано такі підходи:

1. Відповідність ринкових (готівковий та міжбанківський) ВК офіційному курсу НБУ та здатність їх утримувати протягом тривалого часу без суттєвих втрат ЗВР. Міжбанківський ВК (МБ на рис. 2.8) підтримувався НБУ на стабільному рівні з 2000 р. по середину 2008 р. та з 2009 р. по теперішній час, проте наразі це призвело до суттєвого зниження ЗВР. Готівкові котирування в цілому відповідали динаміці міжбанківських ВК.

2. Забезпеченість грошової бази ЗВР (відношення грошової бази до міжнародних резервів ГБ/МР). Цей показник ще інтерпретують як індикатор «тіньового» ВК, тобто ціни, яка встановлюється у разі відмови від фіксованого валютного режиму та різкої девальвації національної грошової одиниці [162]. Згідно рис. 2.8 на кінець 2012 р. ВК мав перевищувати 9 грн. за долар США, на кінець вересня 2013 р. – 13 грн. за 1 долар, що говорить про переоціненість гривні.

3. Індекс паритету купівельної спроможності (*Implied Purchasing Power Parity conversion rate – PPP*) [163], який оцінює наскільки ринкові ВК забезпечують однакову вартість товарів у різних країнах та похідний показник – індекс Біг Маку (*Big Mac Index – BMI*) [164]. За купівельною спроможністю гривня є істотно недооцінена до долара США (рис. 2.8).

Порівняння оціночної вартості гривні за індексами паритету купівельної спроможності (рис. 2.8) вказує на її істотну недооціненість, в той час як за показником відношення грошової бази до ЗВР (ГБ/МР) – її переоціненість. Слід зазначити, що така диспропорція існує в багатьох країнах, що розвиваються. Подолання розбіжностей можливе лише за умови зміцнення конкурентних позицій національної економіки, її продуктивності, адміністративне втручання може лише зашкодити економіці. Підтвердженням цього є ревальвації, проведені НБУ у 2005 та 2008 рр.. За

рахунок укріплення ВК уряд сподівався знизити інфляційний тиск на економіку. У 2005 р. високі темпи економічного зростання, активне сальдо торговельного балансу та значні надходження зовнішніх інвестицій дозволили зменшити прогнозований рівень інфляції з 13% до 10,3%. Ревальвація 2008 р. була запроваджена у період розгортання світової фінансової кризи, подорожчання нафти у світі та негативного сальдо платіжного балансу. Несприятливі обставини призвели до подальшої девальвації гривні та зростання інфляції. Знецінення національної валюти дуже болісно вдарило по стабільності банківської системи та збільшило виплати з обслуговування зовнішнього боргу. При цьому позитивний ефект від підвищення цінової конкурентоспроможності вітчизняного експорту був замалий для покращення торговельного балансу через збільшення витрат на закупівлю імпортованого газу.

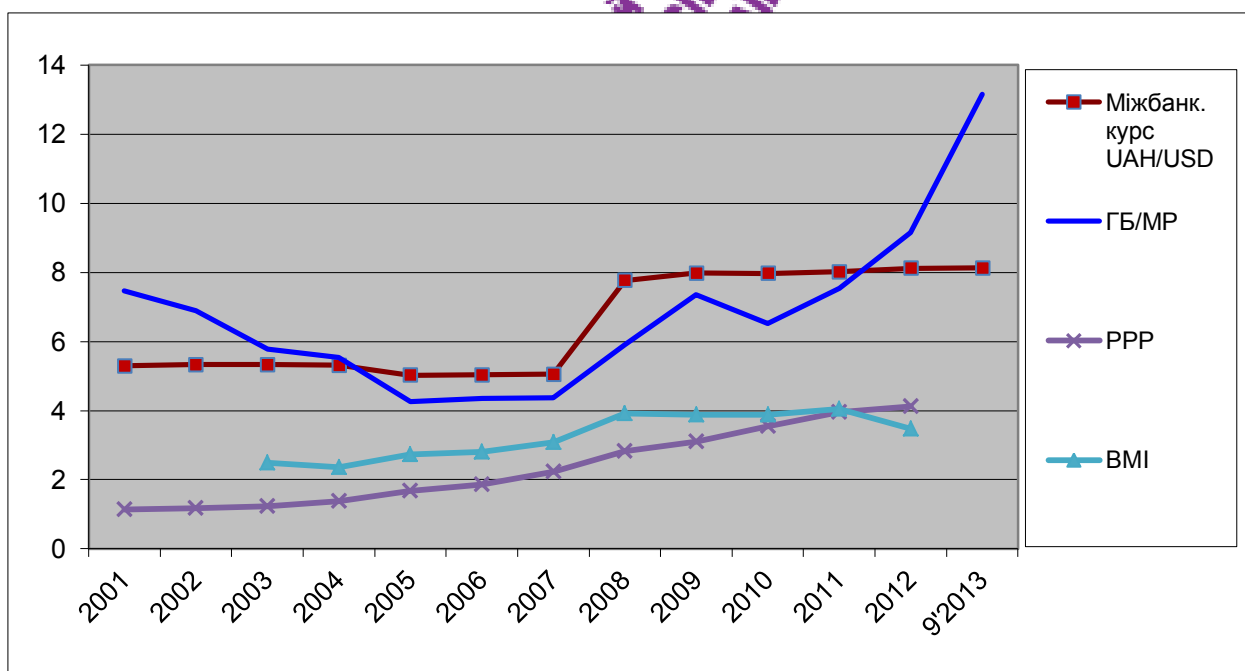


Рисунок 2.8 – Адекватність номінального ВК UAH/USD

Джерело: [55], [163], [164]

4. Індикатори очікувань учасників ринку. Котирування на початку 2014 р. безпоставочних форвардів (NDF) вказують на обмінний курс 8,83 грн за дол. США через три місяці та 10,35 грн за дол. США на 12 місяців наперед [165]. Опитування професійних аналітиків [166] та від’ємний чистий попит

на готівкову валюту з боку населення також засвідчують аналогічні очікування ослаблення гривні.

5. Фундаментальний аналіз, що надає прогнози зміни стану валютного ринку (попиту та пропозиції) на підставі дослідження основних параметрів економічного розвитку країни та світу, фінансових показників, оцінювання політичних подій, кризових явищ, поведінки споживачів тощо. На початок 2012 р. за розрахунками МВФ рівноважне значення ВК з точки зору збалансування платіжного балансу становило 9-9,5 гривень за долар, що показувало переоцінку гривні на 8%-13% [167]. Вже на початок 2014 р. оцінка «дійсного» ВК впала до 9,6 грн за дол. США [166]. При чому, за експертними розрахунками, діапазон реального обмінного курсу гривні у 8,7-9,6 одиниць за долар може зняти проблему переоцінення національної валюти, для досягнення максимального економічного ефекту потрібен курс 9,6-10,5 гривень за долар США. Для економіки в цілому девальвація до 10 грн. за дол. США загрожує втратами за такими напрямками:

- збільшення видатків на обслуговування зовнішнього боргу (при курсі 10 гривень за долар США відношення держборгу до ВВП збільшиться з 40% до 45%), що призведе до зростання видатків бюджету та його дефіциту;
- скорочення імпорту та, відповідно, доходів бюджету;
- зниження темпів зростання ВВП на декілька пунктів у короткостроковому періоді внаслідок скорочення споживчого попиту;
- прискорення інфляції на 7-10% протягом 6-12 місяців. Враховуючи дефляційні тенденції останніх кварталів зростання цін на 5-6% буде корисним для бізнесу та економіки;
- стійкість банківської системи: зменшення частки валютних кредитів до 34% дозволяє витримати 10-15% знецінення гривні більш менш безболісно [168], більш глибока девальвація може спричинити паніку серед населення та спровокувати банківську кризу.

6. Оцінка з точки зору впливу змін ВК на конкурентоспроможність різних секторів економіки. Одним з таких індикаторів виступає індекс

реального ефективного обмінного курсу (РЕОК). Цей показник відображує зміну цінової конкурентоспроможності вітчизняних товарів відносно їх аналогів, що виробляються в країнах – основних торговельних партнерах [30]. НБУ використовує загальноприйнятну методику, згідно якої РЕОК є прямо пропорційним номінальному курсу (НЕОК) та обернено пропорційним співвідношенню внутрішніх цін та цін партнерів (рис. 2.9):

$$REER_t = \prod_{i=1}^n \left(\frac{E_{Nt} \cdot P_{Dt}}{P_{Ft}} \right)^{W_i},$$

де $REER$ – реальний ефективний обмінний курс;

E_N – номінальний обмінний курс (у оберненому котируванні);

P_D – індекс внутрішніх споживчих цін;

P_F – індекс цін за кордоном;

W_i – частка кожного торговельного партнера у товарообороті країни;

t – період часу.

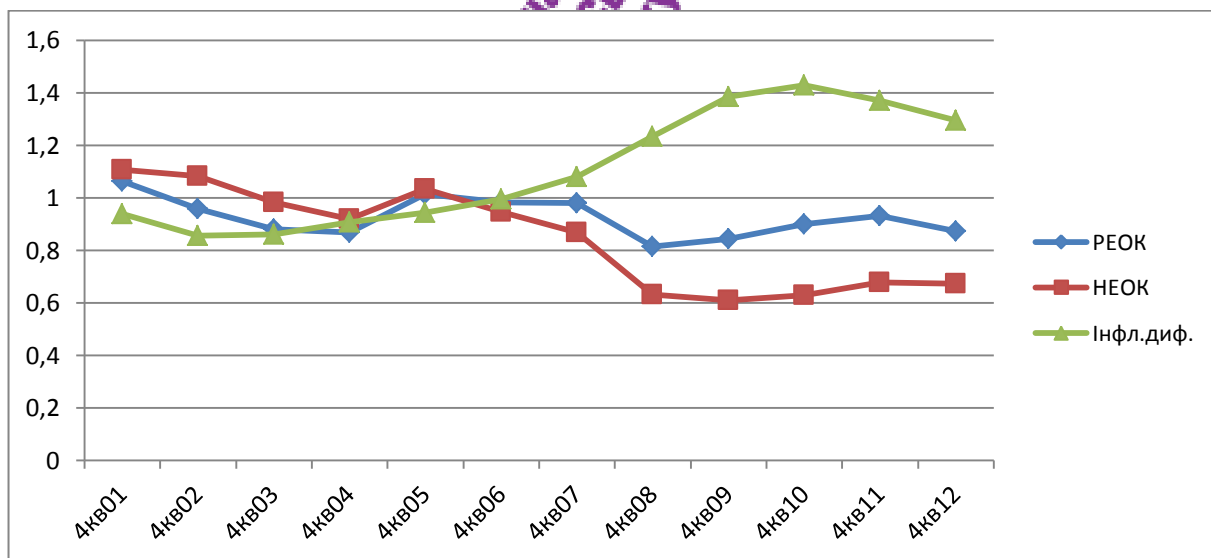


Рисунок 2.9 – РЕОК гривні та його складові

Джерело: [55]

Як видно з рис. 2.9, після фінансової кризи 2008 р., РЕОК укріплювався протягом 2009 – 2011 рр. (в 2009 р. - 3,7%, в 2010 р. - 8,1%, в 2011 р. - 3,1%), і лише у 2012 р. була зафіксована девальвація РЕОК на 7,5%, яка забезпечує

підвищення конкурентоспроможності експортних галузей.

Як показав досвід кризових 1998 р. та 2008 р., стрімка девальвація РЕОК при погіршенні умов торгівлі не призводить до збільшення експорту. Корисною для підвищення конкурентоспроможності національного експорту може бути лише помірна девальвація РЕОК за умови внутрішньої та зовнішньої макроекономічної та фінансової стабільності [165]. Цей висновок підтверджується рис. 2.10.

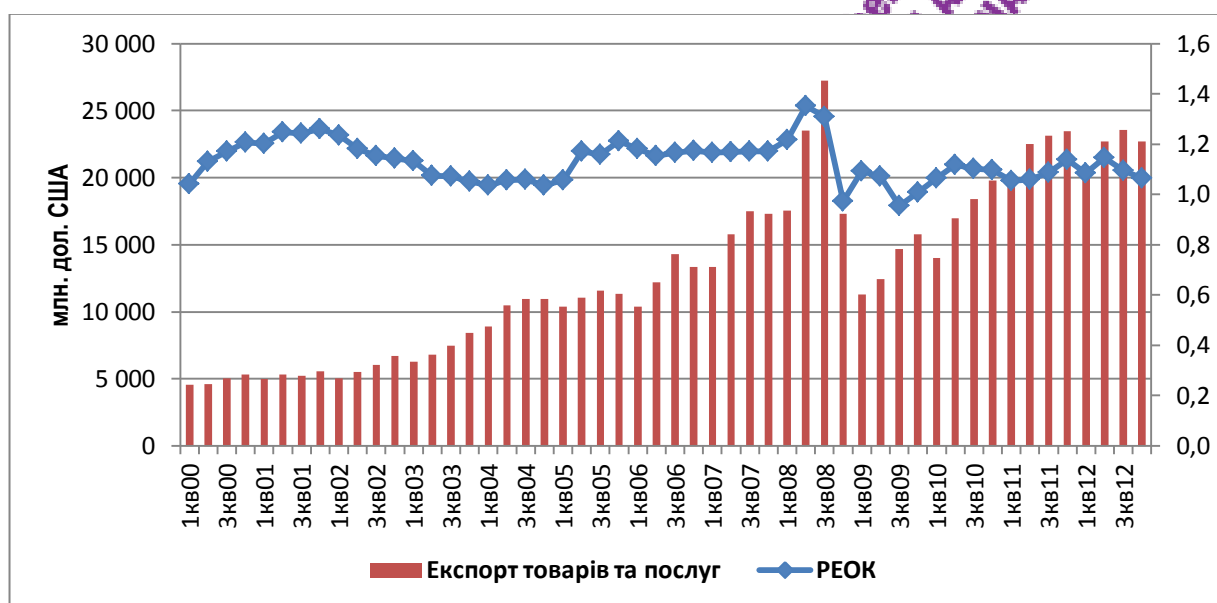


Рисунок 2.10 – Динаміка експорту товарів і послуг та РЕОК

Джерело: [55]

Ще одним кількісним критерієм результативності ВП, що відноситься до її проміжних цілей, є адекватність ЗВР НБУ – ліквідних зовнішніх активів країни, які контролюються ЦБ [166]. Цей показник набуває особливої актуальності для країн із постійним зовнішньоторговельним дефіцитом, обмеженим доступом до міжнародних фінансових ринків або значним короткостроковим зовнішнім боргом, до яких відноситься і Україна. Виконуючи страхову функцію для державних фінансів і національної економіки в цілому, вони виступають одним з критеріїв економічної безпеки держави та, одночасно, механізмом, який її забезпечує.

Питання адекватності ЗВР стало активно обговорюватися в світі після Азійської фінансової кризи 1998 р. Слід зазначити, що найбільш розвинуті країни Заходу протягом останніх 20 років тримали ЗВР в мінімальних розмірах (в середньому менше 10% ВВП); країни, що розвиваються, збільшили за цей період резерви вдвічі (в середньому до 20% ВВП); країни Азії (передусім Китай та Японія) перевищили у середньому позначку 30% ВВП (розрахунки автора за даними [171]). Мотиви до акумулювання ЗВР відрізняються в залежності від наявних ризиків країни:

- відношення короткострокового зовнішнього боргу до ВВП;
- широкі гроші (M2), тобто наявність ліквідних запасів, що можуть бути використані для покриття ризиків валютних коливань, вилучення банківських вкладів з метою купівлі іноземної валюти, відтоку капіталу;
- ризики платіжного балансу (частка імпорту, експорт, рух капіталу);
- режим та волатильність ВК;
- розмір економіки та інституційні ризики (якість державного управління, доступ до міжнародних фінансових ринків, корупція);
- кризові епізоди (за індексом тиску на ВР – ЕМРІ).

В цілому, країни із більш гнучким ВК та відкритим доступом до ринків капіталу тримають менше ЗВР, країни з більшим відношенням широких грошей до ВВП накопичують більше ЗВР (табл. 2.3). Економіки «на периферії» акумулюють резерви для забезпечення притоку іноземного капіталу, оскільки останні позитивно корелюють із ЗВР країни [170].

Як видно з табл. 2.3, фінансово-економічна криза 2008 р. змусила усі країни збільшити ЗВР, проте вже у 2012 р. у відповідь на боргові проблеми та уповільнення економічного зростання більшість з них значно скоротили валютні запаси. Проте, якщо збільшення ЗВР в країнах, що розвиваються, пояснюється їх підвищеною фінансовою вразливістю (окрім країн, як Росія, котрі збільшують резерви в період збільшення цін на експортну сировину), то країни Азії збільшують ЗВР за рахунок інтервенцій, направлених на здешевлення національної валюти та підтримку конкурентоспроможності

власного експорту. За оцінками МВФ, негативно на стабільність СВС впливає як недостатність ЗВР, так і їх надмірне накопичення.

Таблиця 2.3 Динаміка ЗВР країн світу (% ВВП)

	1998	2008	2009	2010	2011	2012
Розвинуті країни						
США	1,7	2,1	2,9	3,4	3,6	0,9
Великобританія	2,7	2,0	3,0	3,7	3,9	3,6
Франція	5	3,6	5,0	6,6	6,1	2,1
Німеччина	5	3,8	5,4	6,6	6,5	2,0
Італія	4,4	4,6	6,2	7,8	7,7	2,5
Країни, що розвиваються						
Росія	4,4	25,7	25,9	31,4	26,2	24,2
Чеська Республ.	19,8	16,4	21,1	21,4	18,6	22,6
Угорщина	19,5	22,0	34,9	35,0	35,2	35,5
Україна	1,9	1,5	22,6	25,3	19,5	12,9
Країни Азії						
Індія	7,1	21,0	20,9	17,6	16,0	14,7
Китай	15	43,5	49,1	49,1	44,5	40,5
Японія	5,7	21,3	20,8	19,9	22,0	20,6

Джерело: [172]

Науково-методичні підходи до оцінювання достатності ЗВР ЦБ, які є загальноприйнятими світовими стандартами [3], включають:

1) правило *Greenspan – Guidotti* (2000) [173] – покриття резервами трьох місяців імпорту та 100% короткострокового зовнішнього боргу;

2) методика *Wijnholds and Kapteyn* (2001) – розраховує оптимальний розмір резервів для країн, що розвиваються, як суму короткострокового зовнішнього боргу та широких грошей, зважених на ризик країни. У

середньому запропонована вага становить 20% грошового агрегату M2. Широкі гроші розглядаються як ліквідні домашні активи, які можуть бути переведені у іноземну валюту під час кризи [173];

3) розширене правило *Guidotti* (2005) – визначає адекватний розмір ЗВР як суму короткострокового зовнішнього боргу та зовнішньоторговельного дефіциту [170];

4) комбінований показник *Lipschitz* (2006) – включає покриття ЗВР імпорту, широких грошей та обслуговування зовнішнього боргу.

У 2011 р. МВФ було запроваджено двошаговий ризик-зважений підхід до визначення оптимального розміру міжнародних резервів [170]. В його основі лежить наступна регресійна модель:

$$r_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{\text{Імпорт}}{\text{ВВП}} \right)_{i,t} + \beta_2 \left(d \left(\frac{\text{M2}}{\text{ВВП}} \right) \right)_{i,t} + \beta_3 \left(\frac{\text{КЗБ}}{\text{ВВП}} \right)_{i,t} + \beta_4 \text{НЕОК}_{i,t} + \beta_5 \text{Криз}_{i,t} + t \quad (2.1),$$

де $r_{i,t} = \frac{\text{РЕЗ}_{i,t}}{\text{ВВП}_{i,t}}$ – оптимальний рівень золотовалютних резервів i -тої країни у час t , представлений як частка ВВП;

M2 – монетарний агрегат широких грошей;

КЗБ – короткостроковий зовнішній борг країни;

НЕОК – волатильність номінального ефективного обмінного курсу;

Криз – фіктивна змінна, яка приймає значення 0 або 1 в залежності від наявності кризи за індексом тиску на валютний ринок *EMPI*.

На першому етапі досліджується регресійна модель (2.1) з метою виявлення потенційних джерел тиску на платіжний баланс та відносних рівнів ризику на підставі відтоків, які спостерігалися під час кризових епізодів. Значимими джерелами тиску в моделі згідно емпіричних даних стали показники широких грошей, короткострокового зовнішнього боргу та експорту товарів та послуг [170]. Кризові епізоди визначаються на підставі індексу тиску на ВР (*Exchange Market Pressure Index, EMPI*), який враховує зміни ВК, ЗВР та відсоткової ставки під час спекулятивних атак. Другий етап

передбачає зважування ризиків шляхом визначення обсягу ЗВР, необхідного для їх покриття на підставі емпіричних даних. Запропоновані наступні ваги:

- для фіксованого режиму ВК:

10% експорту + 10% М2 + 30% короткострокового зовнішнього боргу + 15% інших портфельних зобов'язань [170];

- для гнучкого режиму ВК:

5% експорту + 5% М2 + 30% короткострокового зовнішнього боргу + 10% інших портфельних зобов'язань [170];

Спираючись на статистичні дані щодо міжнародної інвестиційної позиції країн, що розвиваються, МВФ рекомендує підтримувати 100-150 % від розрахованого за зазначеною вище методикою обсягу ЗВР. За такого розміру ЗВР вірогідність настання кризи ЕМРІ зменшується до 2% [170].

Перевірка адекватності ЗВР для України на підставі розглянутих вище методик (табл. 2.4) та порівняння результатів з міжнародною практикою, дозволяють зробити наступні висновки:

1) за показником міжнародних резервів у місяцях імпорту (МРмі у табл. 2.4) ЗВР НБУ станом на 1 січня 2013 р. зменшилися нижче критичного рівня. Мінімальним значенням цього показника вважається 3 місяці. Дослідження МВФ показало, що в середньому для країн, що розвиваються, резерви збільшилися з 3 місяців імпорту у 2000 р. до 6 місяців у 2010 р. [171];

2) коефіцієнт *Greenspan – Guidotti* – відношення міжнародних резервів до короткострокового боргу країни за залишковим терміном погашення (МР/КЗБ) має стійку тенденцію до зниження в Україні. Станом на кінець 2012 р. резервів вистачало для погашення лише 40% боргу (табл. 2.4). Навіть неврахування у КЗБ «безпечного» торгівельного фінансування та оформленого у вигляді кредитів фінансування українських підприємств їх «материнськими» офшорами, які складають приблизно третю частину КЗБ, не призведе до суттєвого покращення коефіцієнту. Достатнім вважається 100% покриття резервами поточних (з терміном погашення до 1 року) виплат і відсотків за короткостроковим і довгостроковим боргом. Середнє значення

показника МР/КЗБ для країн, що розвиваються, становило 100% у 2000 р. та 180% у 2010 р. [171];

3) відношення міжнародних резервів держави, переведених у національну валюту за офіційним курсом до грошового агрегату М2 (МР/М2) вказує на адекватну забезпеченість грошової маси золотовалютними резервами. Проте, тенденція до зниження цього показника (табл. 2.4) вказує на низький попит на національну валюту і занепокоює при падінні ВВП країни. Достатнім вважається 20% покриття резервами грошової маси. Середнє значення цього показника в розвинутих країнах значно менше критичного рівня; в країнах, що розвиваються, навпаки, воно збільшується – з 26% у 2000 р. до 35% у 2010 р. [171].

В цілому, оптимальний рівень ЗВР має стійку тенденцію до зростання, їх фактичний обсяг – навпаки, до зниження, що говорить про збільшення тиску на ВК, підвищення ризиків фінансової нестабільності та зниження ефективності ВП.

Таблиця 2.4 Показники достатності ЗВР НБУ

	3 міс. імпорт	10 % експ.	30% КЗБ	10% М2	15% портф	Оптим МР	Факт МР	МР мі	МР/ КЗБ	МР/ М2
млн. дол. США								од.		
2001	5118	2109	900	853	447	4308	3089	1,81		0,36
2002	5374	2335	2610	1206	494	6645	4469	2,50		0,37
2003	6916	2895	2705	1774	610	7984	6943	3,01	0,77	0,39
2004	9078	4129	3655	2365	959	11108	9715	3,21	0,80	0,41
2005	10927	4438	5915	3825	1352	15529	19390	5,32	0,98	0,51
2006	13327	5024	8049	5137	1929	20139	22358	5,03	0,83	0,44
2007	18038	6400	11502	7748	2793	28443	32479	5,42	0,85	0,42
2008	24991	8561	13926	6656	2559	31702	31543	3,78	0,68	0,47
2009	14052	5425	11810	6071	2335	25641	26505	5,66	0,67	0,44
2010	18310	6926	14678	7496	3005	32105	34576	5,67	0,71	0,46
2011	24750	8884	17806	8533	3261	38485	31795	3,85	0,54	0,37
2012	26135	8977	18664	9648	4070	41359	24550	2,82	0,39	0,29

Джерело: Розраховано автором за даними джерела [55] на кінець періоду.

В умовах неадекватності ВК гривні та рівня ЗВР постає питання керованості реального ВК та здатності протистояти валютній кризі. Цей критерій, на нашу думку, є ключовим у оцінюванні результативності ВП НБУ з точки зору впливу на підтримання ФСЕ.

Для цього на першому етапі пропонується визначити керованість реального ВК гривні до долара США (розраховується як добуток середньозваженого міжбанківського курсу UAH/USD та співвідношення рівнів інфляції в США та Україні) в контексті спроможності зберігати параметри у чітко визначених межах протягом тривалого часу. З цією метою використано відповідний критерій керованості – знаходження реального ВК в межах одного стандартного відхилення від свого трендового значення (рис. 2.11). Коридор коливань ВК визначено з урахуванням граничних відхилень згідно Методики розрахунку економічної безпеки України [76].

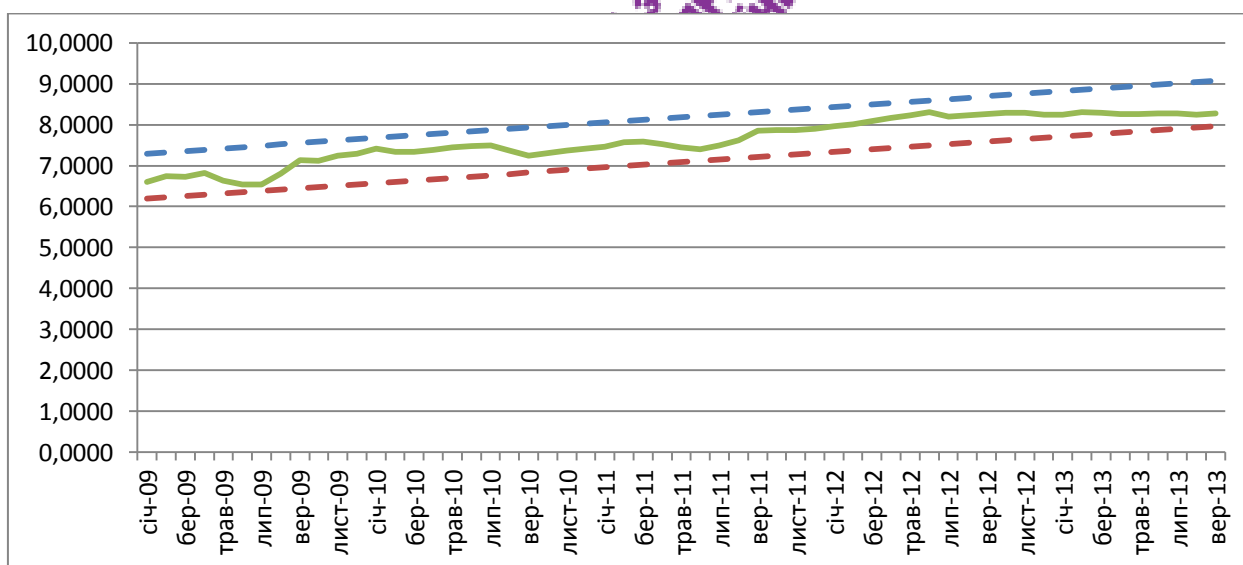


Рисунок 2.11 – Динаміка реального ВК гривні до долара США та коридору його трендового значення

Джерело: Розраховано автором за даними джерел [55] та [24].

Емпіричне підтвердження керованості ВК у 2010-2013 рр. засвідчує проведення НБУ політики «міцної» гривні. Така направленість стимулює перехід від сировинної експортної орієнтації економіки до розвитку технологічного конкурентного експортного сектору. Проте, зростання

різниці (10% станом на вересень 2013 р.) між трендовим та фактичним значеннями підтверджує неефективність підтримання переоціненої гривні.

Суттєвим фактором, що впливає на визначення керованості ВК, є аналіз адміністративних заходів, що показують ступінь втручання НБУ для стримання попиту на іноземну валюту та збільшення її пропозиції. Вони включають:

- Обовязковий продаж 50% експортної виручки в іноземній валюті І групи Класифікатора (постанови НБУ від 16.11.2012 р. № 475 та № 479), дію зазначених постанов продовжено і розширено усіма надходженнями іноземної валюти І групи класифікатора та рублів РФ на користь юридичних осіб та фізичних осіб-підприємців (постанова НБУ від 14.05.2013 р. № 163);
- Строк повернення експортної виручки зменшено до 90 днів (з 180 днів) (постанова НБУ від 16.11.2012 р. № 475);
- Обов'язкова конвертація у гривню закордонних переказів, якщо вони перевищують 150000 грн (в еквіваленті) на місяць (постанова НБУ від 16.11.2012 р. № 476);
- Зменшення лімітів відкритої валютної позиції банків: довгої до 5%, короткої до 10% відносно регулятивного капіталу банків (постанова НБУ від 22.06.2011 р. № 205); формування резервів за кредитами в іноземній валюті в гривні (постанова НБУ від 28.02.2009 р. № 109).
- Вимоги щодо пред'явлення паспорту при обміні готівкової валюти (постанова НБУ від 11.10.2011 № 364); дискусії щодо запровадження податку на продаж іноземної валюти (збір до пенсійного фонду);

Адміністративні обмеження, направлені на регулювання руху капіталу в Україні, стосуються:

- Введення максимально допустимої відсоткової ставки для іноземних запозичень, а також вимоги щодо резервування за короткостроковими запозиченнями для банків [167];
- Реєстрація та валютний контроль залученого українськими компаніями іноземного фінансування [105], [114];

- Ліцензування інвестицій, відкриття рахунків та здійснення інших операцій громадянами України закордоном [133];
- Регламентация відкриття та обслуговування депозитних рахунків нерезидентів в українських банках.

Проведений аналіз вказує на значний рівень адміністративної підтримки національної валюти, що підтверджує нестійкість поточного рівня обмінного курсу. Подібні заходи спричиняють великі втрати для економічних суб'єктів, зменшують рівень довіри до влади, стимулюють розвиток тіньового ринку та ухилення від регулювання, що, в свою чергу, знижує ефективність державної політики, погіршує інвестиційний клімат та зашкоджує стійкому розвитку економіки в країні.

Розрахунок відповідних якісних показників ВР, що відображують динаміку попиту і пропозиції на ВР, наведено у таблиці 2.5. Примітно, що незважаючи на стійке зменшення частки експортно-імпортних операцій в структурі МВРУ протягом 2004-2013 рр., його обсяг постійно збільшувався значними темпами (крім кризового 2009 р.). При цьому питома вага готівкових операцій в загальному обсязі валютного ринку збільшувалася у 2004-2007 рр., а після 2008 р. зменшилася з 24,1% до 5,6%. Стійке перевищення попиту на готівкову валюту над її пропозицією свідчить про переважання девальваційних очікувань серед населення.

Таблиця 2.5 – Якісні показники динаміки валютного ринку України

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Темп приросту обсягу МВРУ до поперед. року, %	100,0	22,2	12,1	44,4	41,1	-30,6	23,4	90,6	53,5	14,7
Частка експортно-імпортних операцій в загальн. обсязі МВРУ, %	103,7	96,4	101,0	92,0	88,9	76,2	79,6	55,1	37,1	30,8
Питома вага готівкових операцій в загальн. обсязі валютного ринку, %	19,3	21,6	26,7	29,3	24,1	19,6	19,3	12,8	7,1	5,6
Чистий попит на ін. валюту в загальн. обсязі готівкових операцій, %	56,8	52,7	54,8	53,5	54,6	61,8	61,3	63,5	62,6	54,6
Сальдо інтервенцій НБУ/	6,8	11,4	0,9	5,1	-1,9	-7,2	0,7	-1,1	-1,4	-0,5

обсяг МВРУ, %										
Сальдо інтервенцій НБУ/ЗВР, %	53,4	53,9	4,1	23,4	-12,3	-39,4	3,8	-11,8	-30,6	-15,4

Джерело: власні розрахунки за статистичними даними [55]

Від'ємні значення показників активності валютних інтервенцій (частка в загальному обсязі МВРУ та ЗВР країни) вказують на перевищення обсягів продажу НБУ іноземної валюти над її купівлею на МВРУ у 2008-2013 рр., що сприяло зменшенню ЗВР. Хоча частка валютних інтервенцій в обсязі МВРУ з 2010 р. є незначною, вважати керованим ВК при стрімкому падінні ЗВР не можна. Підтримання стабільності ВК не повинно зменшувати запас міцності для протистояння валютній кризі, яка виражається у стрімкому значному послабленні ВК або швидкому істотному скороченні ЗВР, які супроводжуються (але необов'язково) різким зростанням реальних процентних ставок в національній валюті.

Можна виділити три основні історичні підходи до визначення факторів валютної кризи. Перший підхід базується на моделях *Krugman* (1979), *Flood*, *Garber* (1984), які фокусуються на ЗВР країни [174]. Валютну кризу пов'язують з інфляційними наслідками великого бюджетного дефіциту або стрімкого зростання грошових агрегатів. Прискорення інфляції (у порівнянні з торговельними партнерами) за фіксованого режиму ВК веде до подорожчання валюти, зростання дефіциту поточного рахунку та вимивання ЗВР країни. Це формує негативні очікування суб'єктів ринку відносно стабільності національної валюти, що спричинює спекулятивні атаки раніше, ніж ЗВР країни досягнуть критичного рівня. Другий підхід бере початок у працях *Obstfeld* (1994), емпіричним матеріалом яких стали спекулятивні атаки на Європейський Валютний Механізм (ERM) у 1992 р. [174]. Дослідження показало, що спекулятивні атаки на ВР можуть відбутися, не зважаючи на бажання та політичні можливості захистити валюту. Розвиток третього підходу пов'язаний з Азійською кризою 1997-98 рр. та зростаючою занепокоєністю через незбалансованість фінансових активів та зобов'язань країн за строками та валютами. Сучасні моделі виходять із спостережень, що

ряд макроекономічних показників напередодні валютної кризи починають відхилятися від своєї рівноважної траєкторії [175]. При чому девальвація національної валюти не є обов'язковою, посилення тиску на ВК може нейтралізуватися валютними інтервенціями або підвищенням процентних ставок ЦБ.

Ідентифікація валютної кризи у більшості наукових робіт проводиться за допомогою індексу тиску на валютний ринок (*Exchange Market Pressure Index, EMPI*), який розраховується як середньозважене значення трьох показників: темпу приросту ВК національної валюти за місяць, темпу приросту ЗВР (зі зворотнім знаком), рівня відсоткової ставки (для України – це процентна ставка міжбанківського кредитного ринку) [176]. Валютна криза визначається подією, коли EMPI перевищив порогове значення, яке визначається як середнє арифметичне значення індексу плюс 1,5 [84] – 2 [177] його стандартних відхилення.

Динаміка індексу EMPI в Україні представлена на двох відносно стабільних інтервалах часу (рис. 2.12 та рис. 2.13) через різкий стрибок у значеннях його складових внаслідок кризових явищ 2008 р.. У період з січня 2005 р. по вересень 2008 р. критична позначка у 1,5 стандартних відхилення була перетнута наприкінці 2005 р. та у 2008 р. (рис. 2.12), чому сприяло істотне підвищення процентних ставок на міжбанківському кредитному ринку. На початку 2009 р. усі три складові індексу зробили внесок у перевищення EMPI критичної позначки: девальвація курсу гривні, зменшення ЗВР та зростання відсоткових ставок (рис. 2.13). Надалі схожі тенденції відбувалися наприкінці кожного наступного року, але з більшою амплітудою, що пояснюється, передусім, збільшенням попиту на валютні ресурси для погашення зовнішнього боргу країни та, відповідно, зменшенням ЗВР НБУ.

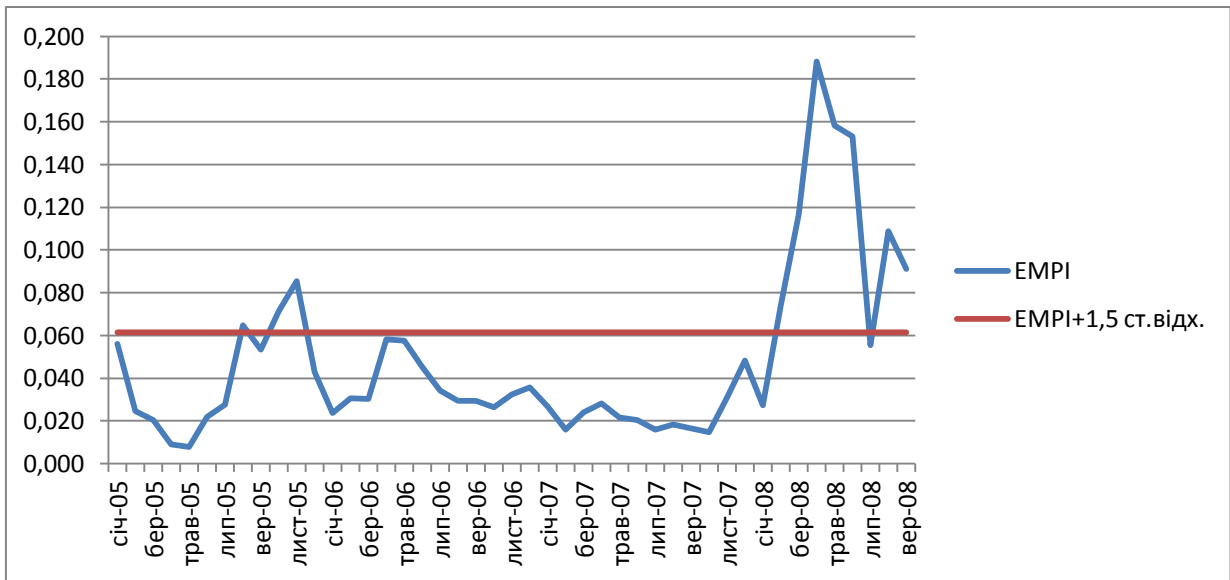


Рисунок 2.12 – Динаміка індексу тиску на валютний ринок у 2005-2008 рр.

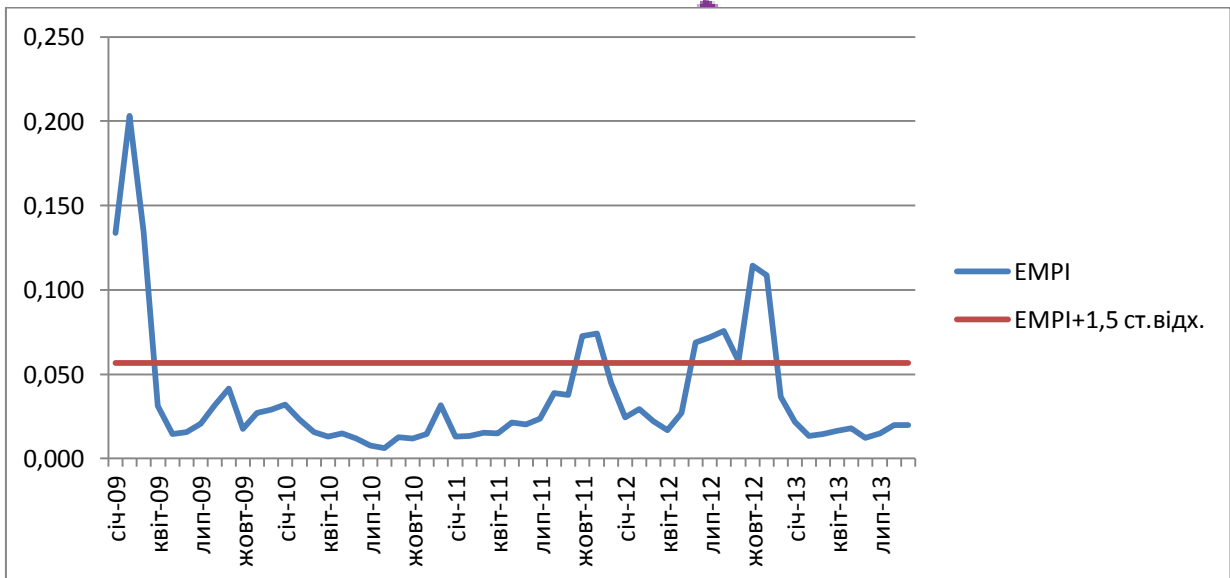


Рисунок 2.13 – Динаміка індексу тиску на валютний ринок у 2009-2013 рр.

Джерело: власні розрахунки на підставі [55].

З огляду на істотність впливу ЗВР на вірогідність настання валютної кризи та можливість дефолту як неспроможності погашення боргу країни, рейтинги міжнародних рейтингових агентств та показники кредитно-дефолтних свопів (*CDS*) також можуть слугувати індикаторами фінансової та валютної стабільності держави. За оцінками Standards and Poors, сумарна ймовірність дефолту України протягом наступних п'яти років у 2010-2013 рр. коливалася біля позначки 40%. В другому кварталі 2013 р. цей показник

збільшився до 44,25% порівняно із 34,8% на початок року [178]. Станом на 2 грудня 2013 р. вірогідність дефолту за українськими облігаціями продавці кредитно-дефолтних свопів оцінили в 53,3% , а сама вартість страхування суверенного боргу підскочила до 10,74% [179], що перевищило середню процентну ставку за облігаціями України.

За оцінками аналітиків Сбербанку РФ [180], ймовірність валютної кризи в Україні в наступні 12 місяців на кінець першого півріччя 2013 р. становила 82% (див. рис. 2.14). Для порівняння, у жовтні 2008 р. цей показник становив 70%. На думку експертів, девальвація курсу гривні до долара США на 58% зменшила індикатор кризи до 22% вже до кінця 2008 р. У 2009 - 2010 рр. вирішення проблем із дефіцитом бюджету, розрахунками за зовнішнім боргом та наповненням ЗВР завдяки кредитам МВФ дозволило тримати показник ймовірності кризи в середньому на рівні 50%. Проте, вже з вересня 2011 р. погіршення умов зовнішньої торгівлі, загострення боргової кризи в Єврозоні та призупинення співпраці з МВФ спричинило стійку тенденцію до зростання кризового індикатора.

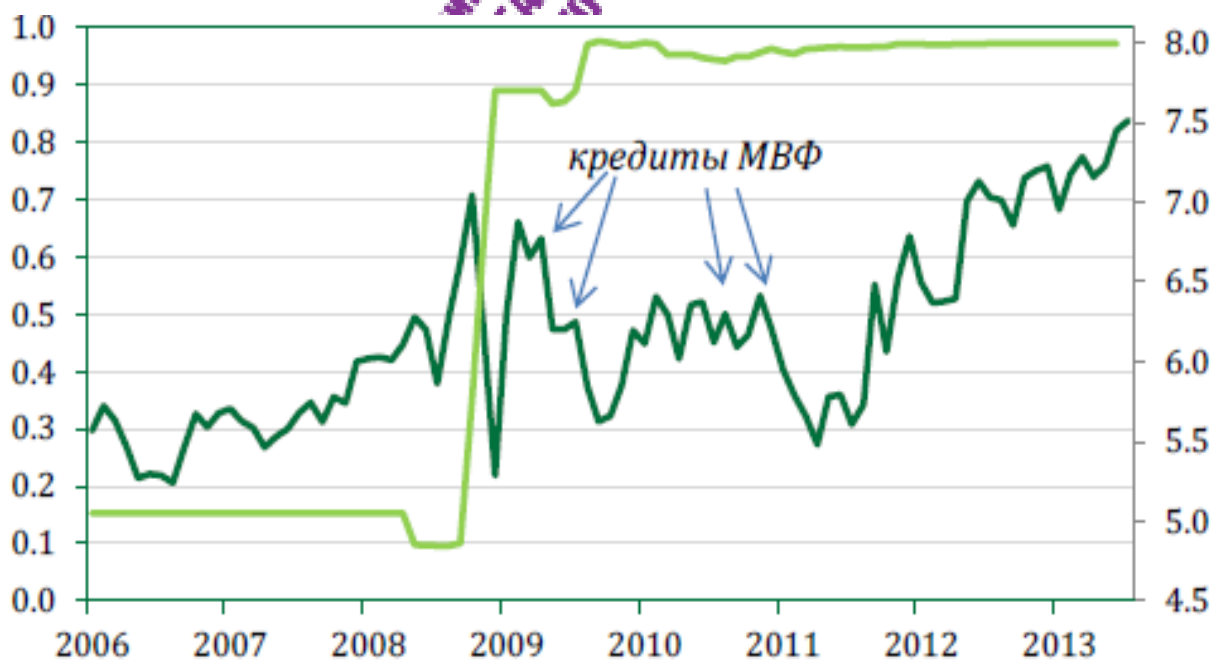


Рисунок 2.14 – Динаміка курсу гривні до долара США та оцінка ймовірності валютної кризи у наступні 12 місяців.

Джерело: [180]

Хоча можна погодитися з думкою вітчизняних експертів, які вважають завищеним індекс валютної кризи російських аналітиків та вказують на їх політичну вмотивованість, переважний перелік досліджуваних нами факторів вказує на негативні тенденції параметрів ФСЕ, які зменшують можливості протистояння внутрішнім або зовнішнім шокам. При цьому головним завданням ВП ЦБ стає недопущення панічних настроїв серед населення, підтримання низького попиту на іноземну валюту та стійкості банківської системи. В значній мірі стабільності гривні сприятимуть високі процентні ставки по банківським депозитам, суттєве зниження яких можливе тільки при гнучкому режимі ВК, та заходи по зменшенню доларизації економіки.



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

State People's Educational Institution
"UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE"

2.3 Підвищення ефективності валютної політики НБУ в умовах зростання глобальної нестабільності

Питання підвищення ефективності ВП розглядається в трьох площинах: як частина торговельної політики для підтримання конкурентоспроможності вітчизняної економіки; як частина антиінфляційної політики для зменшення монетарного тиску на ціни всередині країни; як частина стабілізаційної політики, направленої на післякризове відновлення та зростання в Україні.

Ефективність реалізації зазначених цілей залежить як від внутрішніх (див. п. 2.2), так і від зовнішніх факторів. Якщо для першої групи чинників існують механізми впливу всередині країни, то регулювання чинників другої групи неможливе. Проте, правильна оцінка та прогнозування зовнішніх ризиків дають можливість зменшити їх негативний вплив та забезпечити максимальне виконання поставлених цілей.

На нашу думку, зовнішніми факторами, що впливають на ефективність формування та здійснення внутрішньої ВП, є:

- кон'юнктура товарних ринків. Ціни на основну експортну продукцію України (металургія, хімічна промисловість, аграрний сектор) є дуже мінливими, оскільки відносяться до товарів низького ступеня переробки. Попит на них є нееластичним, тобто зменшення ціни не може гарантувати збільшення експортних надходжень в країну;
- ситуація на міжнародних фінансових ринках, коливання та рух міжнародних потоків капіталу; волатильність валютних курсів інших країн;
- макроекономічні умови, монетарна і бюджетна політики в країнах-торговельних партнерах та гравців міжнародних фінансових ринків;
- формування цінових «бульбашок» та дисбалансів, які формують системні ризики та загрожують глобальній фінансовій стабільності.

Уповільнення темпів зростання світової економіки негативно позначається на експортних можливостях країни. Затяжний період

монетарних політик «кількісного пом'якшення» (*Quantitative Easing, QE*) [24], що проводиться ЦБ США, Великобританії, Єврозони та Японії з 2007 р. відвернув неминучий крах світової фінансової системи, зумовивши надзвичайно низькі рівні процентних ставок. Велика різниця у процентних ставках розвинутих країн та країн, що розвиваються, призводить до значного переливання короткострокових капіталів між ними. Можливість зворотання політики QE чи, навпаки, запровадження механізму «від'ємних» ставок в найбільш розвинутих країнах світу, пришвидшує ці процеси, що підвищує ризики платіжного балансу та валютних криз в країнах, що розвиваються. Рух «гарячих» грошей в Україні значною мірою залежить від політичних факторів, зміни в монетарній політиці найбільш розвинутих країн світу мають менший вплив на національний валютний ринок порівняно з іншими країнами, що розвиваються, через невеликі обсяги інвестованого капіталу.

Іншим глобальним фактором, який загрожує безпеці вітчизняної економіки, передусім її експортної складової, є спалах «валютних війн» [173] у другій половині 2010 р.. Це явище викликане економічним суперництвом між державами, суть якого полягає у встановленні такого курсу національної валюти відносно інших іноземних валют, який би дозволив створити економічно сприятливі умови для експортерів та уряду країн щодо зменшення вартості боргових зобов'язань. Основними фігурантами валютних війн є США, Європа та Китай. У США найбільші можливості впливу – долар США є резервною валютою, її девальвація реалізується за рахунок емісії грошей. Євросоюз розглядає зменшення вартості євро як можливість підтримання платоспроможності слабших країн-учасниць, але залежність від Китаю, який купує європейські облігації і від США, що надає доларову ліквідність у вигляді свопових ліній, це ускладнює. Курс китайського юаня довгий час підтримувався на заниженому рівні за рахунок інтервенцій Національного банку Китаю, збільшуючи таким чином ЗВР країни. Проте, негативним ефектом такої політики став розігрів вітчизняної економіки та формування бульбашки на ринку нерухомості. Це стало поштовхом до

поступової ревальвації юаня, який продовжує укріплюватися по відношенню до долара США протягом останніх п'яти років. Уряд КНР оголосив про намір підтримувати національну економіку не за рахунок фінансового накачування, а за рахунок реформ щодо лібералізації та підвищення конвертованості юаню як на ринках міжнародної торгівлі, так і на міжнародних фінансових ринках [181]. Реалізація такого сценарію загрожує зменшенню попиту на облігації США, збільшенню вартості їх обслуговування, що формує ризики дефолту США і втрати позицій американського долара на міжнародних фінансових ринках та як резервної валюти.

Ще одним викликом є тенденція до знецінення національних валют країн, що розвиваються. Так, у травні 2012 р., одразу після проголошення ФРС США майбутнього згортання програми *QE*, валюти країн БРІКС (*BRICS*) зазнали різкого падіння внаслідок масового розпродажу фінансових активів на ринках, що розвиваються [171]. Вже на початку 2014 р. нова хвиля девальвацій прокотилася Туреччиною, Індією, ЮАР, Бразилією, Індонезією, Аргентиною на тлі підвищення глобальних процентних ставок, зменшення ділової активності та падіння цін на нерухомість в Китаї, масових протестів в країнах, що розвиваються.

Зазначені фактори формують значні ризики як для СВС, так і для економіки України. Вони стосуються зміни умов доступу на міжнародний фінансовий ринок, зменшення цінової конкурентоспроможності української продукції через активне здешевлення валют у світі, зниження попиту на основні експортні товари України. Накладення зовнішніх факторів на внутрішні проблеми спровокувало погіршення фінансової стабільності та падіння економіки в країні. Утримання прив'язки гривні до долара США за рахунок зменшення ЗВР, посилення адміністративних заходів валютного та грошово-кредитного регулювання лише відклало вибух «бульбашки» на ВР, зменшуючи можливості адаптації вітчизняної економіки до шоків. На початку 2014 р. гривня зазнала стрімкої шокової девальвації. Котирування МВРУ за декілька днів сягнули позначки 9,4 грн за долар США. У відповідь

НБУ підвищив офіційний курс з незмінного протягом трьох років значення 7,99 до 8,7 грн за долар. Одночасно було проголошено гнучкий режим курсоутворення за результатами торгів на МВРУ. Проте, назвати його гнучким поки що важко, оскільки прийняті 6 лютого 2014 р. постанови НБУ № 49 «Про заходи щодо діяльності банків та проведення валютних операцій» та № 48 «Про заходи щодо оперативного підтримання ліквідності банків» робить МВРУ адміністративно керованим. Так, введено обмеження як за термінами купівлі іноземної валюти за дорученнями клієнтів, так і за видами операцій (заборонено своп, неторгові конверсійні операції); запроваджено цільові валютні інтервенції для задоволення нагальних потреб, а також вибіркового режиму рефінансування банків в разі відтоку депозитів під заставу ОВДП або іноземної валюти. Слід зазначити, що штучне обмеження валютного ринку неодмінно призведе до збільшення тіньового обігу іноземної валюти, розквіту чорного ринку, зростання реального ВК та відсоткових ставок в країні.

Ми погоджуємося, що зміни потребують як рівень валютного курсу, так і діюча валютна система в Україні. Організаційно-правова форма реалізації валютних відносин залежить значною мірою від обраного режиму курсу національної валюти. Нерозвинутість відповідних інструментів ГКП та механізму монетарної трансмісії свідчать про доцільність використання проміжних рішень ВП, які часто оцінюються за системою «BBC» (*Basket, Band, Crawl*) [182]:

- *Basket* (кошик) – визначення валютного орієнтиру (об'єкт прив'язки) – це може бути одна валюта або кошик валют, який складається з валют основних торговельних партнерів країни;
- *Band* (діапазон/коридор) – визначення чіткого офіційного діапазону змін ВК (може бути розмитий або відсутній діапазон), в межах якого ЦБ не буде проводити інтервенції;
- *Crawl* (плавна корекція, поступова девальвація) – визначення факторів, частоти, розміру та способу зміни ВК. Факторами, на підставі яких

приймається рішення щодо коринування рівня ВК, є: ціни вітчизняних товарів по відношенню до цін іноземних товарів; динаміка ЗВР та ВК; коливання курсів валютного кошику; комбінована прив'язка.

Погоджуючись з встановленням інфляційного таргету в середньостроковій перспективі [161], вважаємо, що у короткостроковому періоді визначення інфляції в якості цільового орієнтиру ГКП неможливе. Крім суто інституційної неготовності, існує висока ймовірність цінової волатильності через необхідність девальвації гривні та коригування регульованих цін в енергетичному секторі. Тому на перехідному етапі встановлення валютного орієнтиру для забезпечення монетарної стабільності є більш доречним. Прив'язка гривні до долара США в умовах високої волатильності фінансових ринків та валютних курсів у світі є нестійкою. Натомість, мультивалютний кошик може зменшити негативний вплив зовнішніх коливань та, одночасно, сприяти переходу до режиму плаваючого ВК. При такому підході встановлення офіційного курсу НБУ буде базуватися на усередненому розрахунковому показнику по кошику валют. За мультивалютної прив'язки різнонаправленість відхилень курсів долару та євро на однакову величину, не змінює середній показник для курсу гривні. І навіть при стабільному доларі США гривня може колитися, що сприятиме зменшенню ролі НБУ у підтриманні курсу національної валюти інтервенціями. Запровадженню мультивалютного кошика мають передувати відповідні заходи по стабілізації економічної ситуації в країні, забезпеченню керовано низького бюджетного дефіциту та дефіциту платіжного балансу; формування адекватного обсягу та структури ЗВР ЦБ, а також належної схеми розрахунку валютного курсу. Ще одним принципом переходу до запропонованого сценарію є поступовість, формування довіри до нової політики ЦБ серед населення, суб'єктів господарювання та фінансових установ і організацій шляхом реалізації відповідної комунікаційної політики та сприйяття волатильності ВК, керованої НБУ, економічними агентами.

Склад кошика валют, до якого може бути прив'язаний курс гривні, залежить від поточного та прогнозованого товарообігу держави, а також від складу ЗВР країни [183]. Для порівняння, в Росії короткострокова динаміка рубля визначається євро-доларовим кошиком (35% та 65% відповідно), для довгострокових цілей прив'язка здійснюється до кошика, де ваги валют відповідають частці країни у імпорті Росії. В республіці Білорусь кошик включає три валюти: долар США, євро та російський рубль. Оскільки велика кількість валют може ускладнити процеси регулювання, прогнозування та контролю за коливаннями ВК, а обмеження двома-трьома валютами є ризикованим в умовах валютних війн у світі, рекомендується включити до вітчизняного кошику валюти основних торговельних партнерів України – долар США, євро, юань, російський рубль, польський злотий, турецьку ліру та білоруський рубль.

Крім таргетування валютного кошика підвищенню гнучкості ВК сприятиме визначення коридору обмінного курсу гривні до валютного кошику. Загальноприйнятим «безпечним» діапазоном вважається 10% відхилення курсу. Досвід попередніх світових криз (зокрема, Азійської) показує, що чітко визначені межі валютних коливань в спокійному середовищі відіграють роль стабілізатора очікувань, тоді як у високоволатильному середовищі – навпаки, може провокувати спекулятивну активність. В умовах кризового стану економіки та низького рівня ЗВР запровадження офіційного коридору необхідне для стабілізації очікувань учасників ринку. При цьому доцільність проведення інтервенцій НБУ має визначатися не лише досягненням курсу меж коридору, а й обмеженням впливу на валютний ринок значних за обсягом операцій щодо залучення та погашення зовнішнього боргу країни.

Запровадженню валютного коридору має передувати відповідне коригування ВК до нового рівноважного значення, адекватного з фундаментальної точки зору. Попередній аналіз (див. 2.2) показує, що гривня переоцінена на 20%. Більшість країн, що розвиваються, для усунення

подібної проблеми використовували поступову девальвацію (*crawling*). Подібний режим використовується в Росії. Він є більш прийнятним для країн з високим рівнем доларизації, оскільки дає можливість економічним суб'єктам адаптуватися та зменшує негативний вплив на банківську систему. Проте, передумовою його використання є достатній рівень ЗВР країни. Українські реалії не залишають нам іншого вибору, крім різкої шокової девальвації. Одноразове падіння курсу може дестабілізувати ситуацію в країні в умовах значних планових виплат за зовнішнім боргом та великого бюджетного дефіциту. Тому, на наш погляд шокова девальвація має бути в межах допустимого коридору коливань. Подальше приведення ВК до рівноважної траєкторії має відбуватися за принципом *crawling*. При цьому повинна підвищитися інформаційна відкритість стосовно мотивів і заходів у сфері формування та реалізації ВП із забезпеченням системності, прозорості та передбачуваності у валютному законодавстві.

Представлена система «ВВС» збільшує можливості адаптації до зовнішніх шоків на перехідному етапі тривалістю декілька років та створює умови для запровадження режиму таргетування інфляції. Її реалізація має супроводжуватися впорядкуванням державних фінансів: зменшення офіційного та прихованого дефіциту, який включає призупинення фінансування рахунків казначейства, авансування податкових платежів та поповнення статутного капіталу НАК «Нафтогаз» через випуск ОВДП. Існування прихованої емісії у вигляді рефінансування НБУ державних банків або розміщення останніми єврооблігацій на міжнародних ринках з метою подальшого викупу ОВДП обмежує незалежність ЦБ, яка виступає ключовим фактором у зміні валютно-монетарного режиму та становить загрозу фінансовій безпеці держави.

Наступним кроком у трансформації монетарного режиму після запровадження системи «ВВС» має бути використання гібридного підходу ІТ для «відкритої економіки», що включає ВК у функцію реакції ЦБ, залишаючи інфляційний пріоритет. Базова функція, запропонована Дж. Тейлором [51],

[59] у 1993 р., представляє певну залежність інструментальної змінної (короткострокової номінальної відсоткової ставки) від значень цільових показників (реальної відсоткової ставки, темпів інфляції та ВВП). Цільова функція гібридного правила «відкритої економіки» доповнює цілі монетарної політики (2.2) валютним курсом, зменшення волатильності якого повинно узгоджуватися із довгостроковою інфляційною стратегією ЦБ.

$$\hat{i}_t = \rho_i \hat{i}_{t-1} + (1 - \rho_i) [\delta \hat{\pi}_t + \varphi \hat{y}_t + \chi (\hat{q}_t - \eta \hat{q}_{t-1})] + \vartheta_t \quad (2.2),$$

де $\hat{i}_t = i_t - (\bar{r} + \pi^T)$ – відхилення цільової процентної ставки i_t в період t від її довгострокового стійкого значення, який визначається як рівноважна реальна процентна ставка \bar{r} плюс таргет інфляції π^T ;

$\hat{\pi}_t = (\pi_t^f - \pi^T)$ – відхилення прогнозу інфляції в період t , π_t^f , від його цільового рівня (таргету) π^T ;

$\hat{y}_t = (y_t - \bar{y}_t)$ – відхилення реального випуску y_t від оціночного рівня потенційного випуску в період t \bar{y}_t ;

ϑ_t – додаткові цілі монетарної політики та неточності її реалізації.

\hat{q}_t – відхилення реального ВК в період t від рівноважного значення.

Використання правила (2.2) на практиці вимагає збільшення волатильності ВК та підвищення ефективності процентного каналу механізму монетарної трансмісії. Наразі процентні ставки НБУ не мають прямого впливу на вартість міжбанківських позик, кредитів для реального сектору економіки та інші макроекономічні змінні (інфляцію, ВВП та ВК). Цьому сприяють непрозора політика рефінансування ЦБ комерційних банків, невідповідність між ставками рефінансування та мобілізації коштів, а також відсутність механізмів довгострокового кредитування комерційних банків. Для більшості ЦБ розвинутих країн характерним є покладання на правило «процентного коридору», яке передбачає орієнтування процентної політики на ринкову ставку (процентну ставку овернайт на міжбанківському ринку). Для України його застосування може дозволити зменшити волатильність

короткострокових ставок на міжбанківському кредитному ринку та покращити ліквідність банківської системи. Вихідну дію трансмісії як процентного, так і валютного каналів послаблює доларизація фінансової системи України. Її вплив на курс національної грошової одиниці неодноразово підкреслювався у роботах О. Береславської [184] та О. Барановського [185]. Доведено, що її рівень зменшується за умови одночасного зниження рівня інфляції, збільшення довіри населення до національної валюти, до реалізації поставлених Центральним банком цілей та стабільності банківської системи.

Успішність реалізації системи «ВВС» та переходу до ІТ значною мірою залежить також від політики управління міжнародними (золотовалютними) резервами, а саме формування оптимального обсягу, валютної та інструментальної структури ліквідних запасів, контроль за їх якістю з урахуванням існуючих глобальних ризиків. Оскільки питання достатності ЗВР наразі є самим актуальним, розглянемо можливі шляхи їх поповнення.

Найбільш обговорюваним способом є отримання кредиту МВФ, адже його вартість є найнижчою. Вперше Україна отримала кредит МВФ у 1999 р. після кризи 1998 р. та повернула його у 2004 р. Вдруге, у 2008-2009 рр. було отримано 13 млрд. доларів США, з яких станом на кінець листопада 2013р [186]. погашено 9 млрд. дол. США. Наразі Україна обговорює з фондом можливість отримання 15 млрд. дол. США для поповнення золотовалютних резервів. Ключовим питанням в успішному залученні коштів є виконання вимог МВФ щодо посилення гнучкості обмінного курсу НБУ, підвищення тарифів на газ та опалення, заморожування соціальних виплат з бюджету.

Другим варіантом виступає купівля НБУ іноземної валюти на внутрішньому валютному ринку або її залучення через випуск казначейських зобов'язань. За даними НБУ відносно динаміки міжнародної інвестиційної позиції України обсяг готівкової іноземної валюти, що знаходиться поза банківською системою, становить близько 90 млрд. доларів США [55]. Залучення цього ресурсу у банківську систему дозволить не тільки збільшити

золотовалютні резерви, а й зменшити доларизацію та покращити сальдо платіжного балансу. Цьому заважають значні девальваційні очікування та нестабільність в країні. Активне використання адміністративних обмежень НБУ та обговорення щодо введення податку на продаж валюти чи примусової конвертації вкладів в іноземній валюті у гривню, не дають можливості покладатися на залучення значних коштів з внутрішнього ринку у короткостроковій перспективі.

Випуск казначейських зобов'язань в іноземній валюті було розпочато у 2012 р. Їх номінальна вартість становила 500 доларів США, термін 24 місяці, агент – Ощадбанк. Казначейські зобов'язання серії А на суму 100 млн. дол. США, доходністю 9,25% річних були реалізовані за півтора місяці. Папери серії Б на загальну суму 100 млн. дол. США під 8% розміщені повністю лише наприкінці 2013 р. [187]. При зменшенні відсоткових ставок за депозитами в іноземній валюті цей інструмент може стати альтернативою для населення, проте для його ефективного реалізації потрібна політична, валютна стабільність та відповідна роз'яснювальна робота на рівні державних органів та комерційних банківських установ.

Третім способом поповнення ЗВР є розміщення ОВДП в іноземній валюті. За 2011-2013 рр. через валютні ОВДП Мінфіном було залучено 11,52 млрд. дол. США, в той час як через облігації зовнішньої державної позики (ОЗДП) – 9,85 млрд. доларів [187]. Термін розміщення – переважно короткостроковий, один – два роки; хоча в 2013 р. деякі випуски ОВДП мали термін три – п'ять років. Введення у 2011 р. даного інструменту дозволило: покрити дефіцит державного бюджету; залучити зайву валютну ліквідність банківської системи, яка виникла через обмеження на валютне кредитування, в економіку; задовольнити попит на іноземну валюту, не витрачаючи золотовалютні резерви; нейтралізувати надмірну гривневу ліквідність. Компенсація емісійної гривні відповідним випуском валютних ОВДП (що дорівнює в еквіваленті розміру ОВДП в національній валюті) усуває додатковий попит на іноземну валюту [188]. Їх негативною стороною є

переважно короткостроковий характер розміщення, який вимагає підтримання постійного попиту на облігації. Через скорочення обсягу валютних депозитів внаслідок збільшення нормативів резервування, зменшення процентних ставок та підтриманні стабільності курсу національної валюти), зменшення можливостей випуску єврооблігацій державними банками, подальший викуп банківською системою валютних ОВДП стає проблемним. В умовах збільшення дефіциту держбюджету, збитків «Нафтогазу» та зростання платежів з погашення зовнішнього боргу, покладання на емісійне фінансування значно підвищує девальваційні ризики, загрожує ЗВР та суверенному дефолту країни.

Четвертим варіантом збільшення ЗВР є розміщення єврооблігацій на міжнародному ринку. Інформація щодо облігацій зовнішньої державної позики (ОЗДП), які перебувають в обігу станом на кінець вересня 2013 р., представлена в таблиці 2.6. На даний момент розміщення єврооблігацій ускладнюється занадто високими відсотковими ставками через підвищену ризик-премію країни [186].

Таблиця 2.6 – ОЗДП, що перебувають в обігу на кінець вересня 2013 р.

Рік випуску	Валюта	Обсяг, млрд. од.	Відсоткова ставка, %	Період розміщення	Період погашення
2005	EUR	0,6	4,95	жовт. 2005	жовт. 2015
2006	USD	1,0	6,58	лист. 2006	лист. 2016
2007	USD	0,7	6,75	лист. 2007	лист. 2017
2010	USD	1,5	7,75	вер. 2010	вер. 2020
	USD	0,5	6,875	вер. 2010	вер. 2015
2011	USD	1,5	7,95	лют. 2011	лют. 2021
	USD	1,25	6,25	черв. 2011	черв. 2016
2012	USD	2,6	9,25	лип. 2012	лип. 2017
	USD	1,0	7,95	серп. 2012	серп. 2014
	USD	2,25	7,8	лист. 2012	лист. 2022
2013	USD	1,25	7,5	квіт. 2013	квіт. 2023

Джерело: [187]

П'ятим варіантом поповнення ЗВР є викуп НБУ іноземної валюти на МВРУ у разі перевищення валютних надходжень над попитом на іноземну валюту всередині країни. В умовах незбалансованості ВР, НБУ, в залежності від стану ЗВР, зовнішньої кон'юнктури та доступу до міжнародних фінансових ринків, використовує інструменти обов'язкового продажу валютних надходжень та зміни строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту. Діючі з 20 листопада 2013 р. правила [189] вимагають проведення обов'язкового 50% продажу не лише валютної виручки експортерів, а усіх надходжень в іноземній валюті 1-ї групи Класифікатора та в російських рублях. Виключення стосуються лише надходжень на користь держави або під державні гарантії; за кредитами, позиками, що залучаються відповідно до міжнародних договорів України і за проектами міжнародної технічної допомоги. За умови значного погіршення ситуації на ВР НБУ може вдатися до 100% обов'язкового продажу валютних надходжень, проте користь від такого заходу є сумнівною, оскільки більшість експортерів використовують валютну виручку для проведення імпорتنих операцій. На даному етапі для забезпечення активного сальдо платіжного балансу потрібно стимулювати збільшення експорту в конкурентоспроможних галузях (продукція сільського господарства та переробки, а також ІТ-технології); металургії, хімічній промисловості та машинобудуванню необхідні енергоефективні технології, які дозволять зменшити собівартість продукції та обсяги критичного імпорту.

Шостий спосіб поповнення ЗВР можливий у разі перевищення притоку іноземних інвестицій над їх відтоком. Подібна ситуація в Україні спостерігалася у 2006-2008 рр. як у банківському секторі, так і промисловості. У 2009-2013 рр. негативне сальдо поточного рахунку майже повністю перекривалося надходженнями за фінансовим рахунком та рахунком по операціям з капіталом. Проте, рівень надходження іноземних інвестицій, залишається вкрай низким в країні. Наразі великі сподівання покладаються на підписання договору щодо створення зони вільної торгівлі та асоціації з ЄС. Крім того, очікується укладання угоди про співпрацю і

торгівлю з Китаєм, яка дозволить залучити інвестиції в авіабудування та ІТ-технології, а також отримати товарні кредити під продукцію АПК.

Серед розглянутих джерел поповнення ЗВР перевагу мають: у короткостроковій перспективі – кредит МВФ та випуск казначейських зобов'язань в іноземній валюті, у довгостроковому періоді – стимулювання конкурентоспроможного експорту товарів і послуг та активізація зовнішніх інвестицій.

З метою підвищення ліквідності, безпеки та інвестиційного доходу ЗВР проведемо порівняльний аналіз складу резервів в розвинутих країнах та країнах, що розвиваються. Дослідження показало переважання золота та депозитів у золоті в США (питома вага золота в резервах становить 76 %), Німеччині, Франції, Італії (більше 60 %) [173]. Натомість, в Китайській Народній Республіці [173], Росії [190] та Чеській республіці [191] золото в резервних активах не перевищує 2%, а переважна частина ЗВР розміщена в цінних паперах. Останнім часом Китай активно скуповує золото на світовому ринку через прагнення стати міжнародною резервною світу. Для України на сучасному етапі, порівняно із кризовим 2008 роком, характерним є як збільшення частки золота, так і портфелю цінних паперів, при одночасному зменшенні обсягів готівки та депозитів в іноземній валюті [55] (табл. 2.7).

Таблиця 2.7 Динаміка структури резервних активів НБУ

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	9 міс 2013
Монетарне золото	3,96	2,97	2,33	1,42	1,61	1,51	2,36	3,58	3,61	4,36	7,70	8,2
СПЗ	0,63	0,30	0,01	0,01	0,00	0,01	0,03	0,24	0,02	0,06	0,04	0,07
Валюта та депозити	95,4	88,9	90,0	78,2	60,1	51,3	45,4	43,6	41,3	36,9	26,4	17,6
Цінні папери	0,0	7,8	7,7	20,4	38,3	47,2	52,2	52,5	55,0	58,7	65,9	74,2

Джерело: власні розрахунки згідно [55]

В умовах невизначеності майбутнього основних валют світу актуальним стає питання валютної структури міжнародних резервів. За

даними МВФ станом на 1 квітня 2013 р. інформація щодо валютного розподілу загальних резервів розкрита тільки на 54,6% (розподілені резерви на рис. 2.8); решта 45,4% є нерозподіленими резервами (*unallocated reserves*).

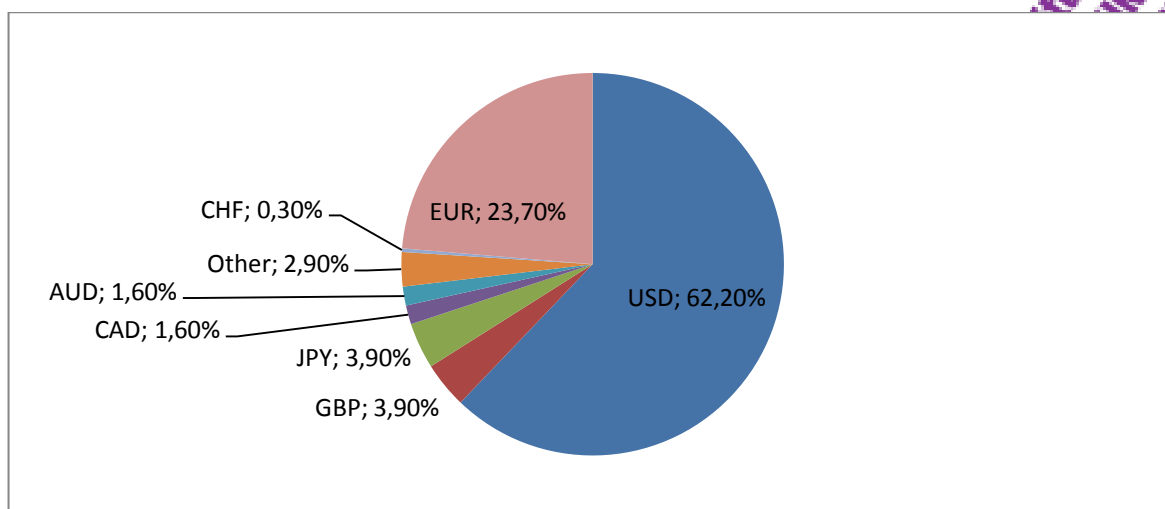


Рисунок 2.8 – Структура розподілених світових валютних резервів

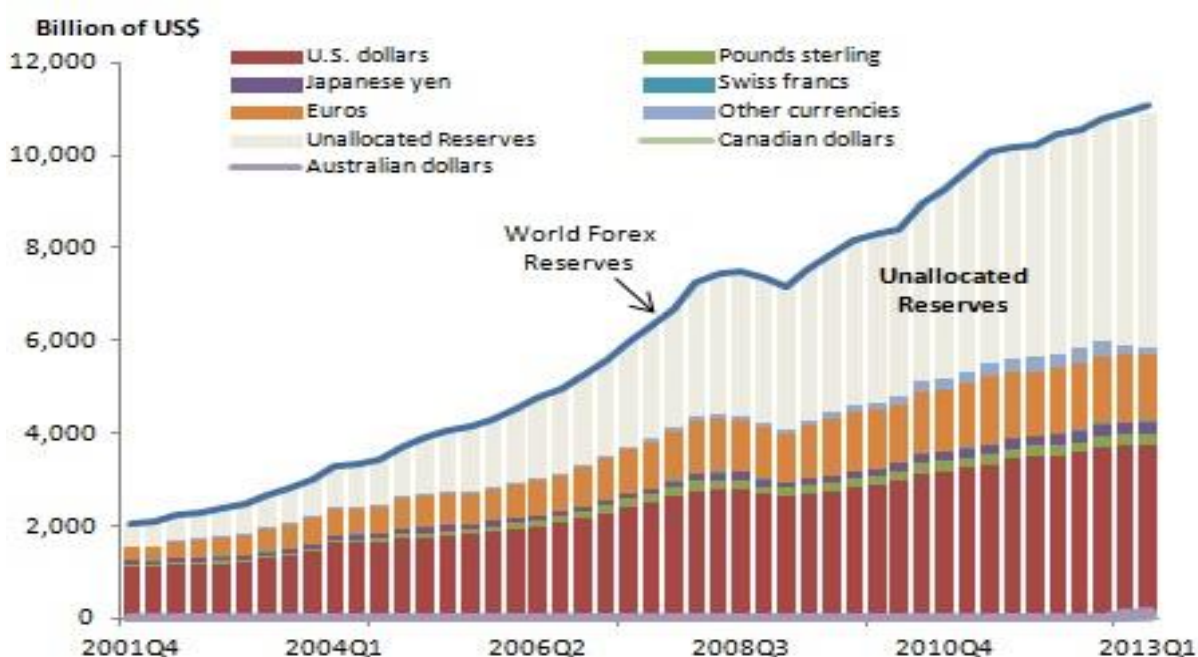


Рисунок 2.9 – Динаміка розподілених та нерозподілених резервів світу

Джерело: [171], [172]

Інформація щодо валютної структури ЗВР НБУ є закритою. За оцінками аналітиків Forex Club [192] частка долара США у резервах центрального банку із 45% на початку 2009 р. зменшилася до 39% у першому кварталі 2013 р. При цьому частка євро за цей період збільшилася з 35% до

37%; частка англійських фунтів стерлінгів за 2009 р. зменшилася з 13% до 9%. З 2012 р. НБУ активно працює із швейцарським франком та австралійським доларом (на кінець 2012 р. їх частка в резервах становила 6% та 11% відповідно). Посилення торговельної співпраці з Китаєм та оголошення намірів зробити юань конвертованою валютою до 2015 р., яка в перспективі може стати альтернативою американському долару, уможливило включення китайського юаню до складу золотовалютних резервів країни. В цілому, на наш погляд, подальша диверсифікація ЗВР НБУ має проводитися з урахуванням прив'язки гривні до мультивалютного кошику згідно запропонованої системи «BBC».

Необхідним елементом успішної трансформації валютного та монетарного режимів, що зменшить втрати як окремих суб'єктів, так і економіки в цілому, є вчасне оцінювання, прогнозування та управління зовнішніми та внутрішніми ризиками. Найбільш поширеним інструментом такого аналізу є стрес-тестування, яке є невід'ємним елементом ризик-менеджменту фінансових організацій та методом оцінки фінансової стабільності національної чи регіональної економіки, що використовується міжнародними фінансовими інститутами, ЦБ та урядами. З 1996 р. рівень банківського капіталу, необхідний для покриття ризиків, визначається в залежності від наявності системи стрес-тестування (згідно Доповнення до Базельської угоди про достатність капіталу відносно ринкових ризиків [193]).

При цьому особливого значення набуло вирішення таких питань:

- 1) ранжування ризиків за їх впливом на діяльність фінансових організацій та визначення їх прийнятної рівня;
- 2) вибір оптимальних моделей аналізу (ідентифікації та оцінки), системи контролю та моніторингу за ризиками;
- 3) забезпечення рівня капіталу, достатнього для покриття ризикових активів банків, виконання вимог Базеля II;

4) нормативне та інфраструктурне забезпечення розвитку фінансового ринку для зменшення можливих експозицій та хеджування потенційних збитків.

НБУ розпочав впровадження системи Базель II [193] у зворотному порядку, а саме: спочатку “Ринкова дисципліна” (до 2007 р.), далі “Процедури нагляду” (до 2008 р.), планує завершити виконання угоди “Мінімальні вимоги до капіталу, зважені на кредитні, операційні, ринкові ризики та ризики сек’юритизації” у 2015-2020 рр. Для порівняння банки Євросоюзу прийняли стандарти Базеля II з 1 січня 2007 року, країни Прибалтики – з 1 січня 2008 р., Росія і США – з 2009 року.

Оскільки система роботи українських банків з ризиками значно відрізняється від західної, впровадження Базеля II потребує дуже великих фінансових та технічних витрат (за даними незалежних експертів декілька десятків мільйонів доларів США) для підготовки повного обміну інформацією між всіма точками банку, обробки статистичних даних за всіма банківськими операціями та клієнтами, своєчасної ідентифікації ризиків, їх оцінки та реалізації заходів щодо мінімізації негативного впливу.

Треба зазначити, що на сьогоднішній день вибір кредитними організаціями тих чи інших методів щодо оцінки та управління ризиками ніяк не регламентується ani Базельським комітетом, ani Національним банком України. Вони мають використовуватися відповідно до масштабів операцій та рівня їх ризиків. Основні види діяльності сучасного банку значно змінилися, перемістившись у нові сфери позабалансових послуг. І хоча кредитний ризик все ще залишається головним ризиком кредитної установи, роль інших ризиків, особливо ринкових, постійно зростає.

Базельський комітет вперше звернувся до аналізу ринкових ризиків у консультативному документі 1993 р. У 1996 р. вийшла “Поправка до угоди про капітал щодо врахування ринкових ризиків”, яка мала застосовуватися міжнародними банками з 1998 р. [193]. Вона вводила безпосередню обробку позабалансових статей замість того, щоб перетворювати їх в еквіваленти

кредитного ризику, як це було запроваджено у Базелі I. Ринковий ризик відтепер розглядається як ризик, при якому зміни у ринкових цінах могли б призвести до втрат як за балансовими, так і позабалансовими статтями. За категоріями ринкові ризики поділяють на валютні, фондові, процентні та товарні ризики.

Валютний ризик визначається як можливість зменшення надходжень чи капіталу внаслідок несприятливих коливань курсів іноземних валют та цін на банківські метали, а також зміни ринкової вартості фінансових інструментів торговельного портфеля та похідних фінансових інструментів кредитної установи [193]. З економічної точки зору валютний ризик є наслідком незбалансованості активів і пасивів щодо кожної з валют за термінами і сумами.

Важливим аспектом в управлінні валютним ризиком Базельська угода вважає правильне використання сучасних методів його аналізу та вимірювання, які мають базуватися на внутрішніх або стандартизованих моделях. Найбільш поширеними й досконалими вважаються внутрішні моделі, (*Value at Risk / VaR*).

Оцінка валютного ризику на підставі методу VaR здійснюється у розрізі всіх валют, у яких на звітну дату в банку відкриті позиції. Результатом розрахунку VaR є такі показники:

- абсолютна оцінка VaR як розмір можливих втрат банку у формі зниження вартості відкритої валютної позиції та портфеля похідних фінансових інструментів порівняно з їх поточною ринковою вартістю;

- відносна оцінка VaR щодо абсолютної оцінки можливих втрат до поточної вартості відкритої валютної позиції та портфеля похідних фінансових інструментів;

- оцінка капіталу під ризиком CaR (*Capital at Risk*) – добуток абсолютної оцінки VaR і коефіцієнта покриття ризику капіталом.

Оцінка загального розміру валютного ризику (сукупного значення VaR) проводиться з врахуванням кореляції ринкових вартостей (курсів)

валют і похідних фінансових інструментів. Вхідними даними для проведення оцінки ризику є щоденні дані про офіційний курс валют щодо гривні за певний період (квартал) та обсяг відкритих валютних позицій банку. Банк, який використовує VaR-модель, повинен здійснити перевірку прогнозних даних (*back-testing*), отриманих цією моделлю. Тестування за допомогою історичних даних має показати наявність розбіжностей (коли реальні зміни валютних курсів більше тих, що розраховані за допомогою VaR-моделі).

Для кількісної оцінки ризику у непередбачуваних кризових ситуаціях банки мають використовувати метод сценарного моделювання стану активів і пасивів або стрес-тестування, що полягає у визначенні величини неузгодженої позиції, яка наражає банк на ризик, та у визначенні шокової величини зміни зовнішнього фактора – валютного курсу, процентної ставки тощо. Поєднання цих величин дає уявлення про те, яку суму збитків чи доходів отримає банк у разі, якщо події розвиватимуться за визначеними припущеннями [30]. На сьогоднішній день існує чотири базових методи проведення стрес-тесту: (1) метод еластичностей; (2) метод оцінки втрат; (3) індексний метод; (4) сценарний метод [194].

Перший метод базується на кореляційно-регресійному аналізі між об'єктом стрес-тестування і певними економічними шоками. Його недоліком є неможливість оцінки впливу об'єкта стрес-тестування на інші показники фінансової стабільності. Крім того, нестационарність та нелінійність більшості економічних показників зменшує корисність цього методу.

Другий метод полягає у визначенні максимальних втрат, яких може зазнати інвестор (країна) за певний період часу за заданої ймовірності унаслідок реалізації економічних ризиків. Аналітичним інструментарієм є VaR (*Value at Risk*) моделі, що дозволяють вимірювати показники можливих втрат вартості фінансових інструментів протягом визначеного проміжку часу за заданим рівнем ймовірності – метод “вартість під загрозою”. Ефективне застосування цього методу можливе лише в добре розвинутій економічній

системі. Найчастіше моделі VaR використовується банківськими установами для при оцінці ринкових ризиків (процентних, валютних та фондових).

Індексний метод передбачає розрахунок так званих «індексів ризику», які є узагальнюючими показниками найбільш суттєвих чинників нестабільності у даний період часу. Приклади використання цього методу були наведені у першому розділі дисертаційного дослідження.

Найбільшого розвитку останнім часом набув сценарний метод, метою якого є порівняння базового прогнозу динаміки об'єкта стрес-тестування за різних шоків з боку економічного середовища. Для побудови сценаріїв використовують моделі векторної авторегресії (VAR) та коінтеграційні моделі корекції похибки (VEC). Сценарний метод надає комплексну оцінку фінансової стійкості економічного об'єкту в результаті несприятливої дії певних факторів. Його застосування дозволяє завчасно підготувати комплекс превентивних заходів та резервів для подолання кризової ситуації як фінансовим суб'єктам, так і країні в цілому.

У процесі управління валютним ризиком і валютною позицією комерційні банки застосовують дві основні групи методів, а саме: управління валютною структурою балансу та хеджування валютного ризику.

До першої групи належать такі: структурне балансування валютних потоків за сумами та строками; проведення конверсійних операцій; зміна строків валютних платежів (від англ. *leads and lags* – випередження та відставання); дисконтування платіжних вимог в іноземній валюті [32].

Управління валютними позиціями за допомогою проведення балансових операцій часто не відповідає власним потребам і планам банку, а іноді не вигідне з погляду витрат. Вітчизняні банки змушені вдаватися до таких прийомів за браком необхідних умов для застосування більш сучасних і досконаліших методів регулювання валютної позиції (наприклад, строкові валютні угоди). Досі вибір методів хеджування законодавчо обмежується лише форвардними угодами, при цьому для зменшення валютного ризику

дозволено відкривати компенсаційні позиції лише у валютах першої групи класифікатора.

Основним інструментом управління валютним ризиком як на рівні банку, так і централізовано з боку державного регулятора поки що залишається лімітування. Фінансові установи застосовують цей інструмент шляхом встановлення лімітів на загальну відкриту валютну позицію по банку в цілому, у розрізі підрозділів та операцій; суму можливих збитків від зміни валютного курсу; казначейські операції (арбітражні, конверсійні операції, казначейські неторговельні операції із готівковою іноземною валютою, операції із банківськими металами) [30].

З боку НБУ рівень валютного ризику, що приймають на себе кредитні установи, регулюється шляхом встановлення лімітів відкритої валютної позиції та визначення величини валютного ризику як складової розрахунку нормативу адекватності капіталу (Н2) [195]. Наразі ліміти відкритої валютної позиції для уповноважених банків зменшено з 20 % [141] до 5% [196] для загальної довгої відкритої валютної позиції банку (Л13-1); ліміт загальної короткої відкритої валютної позиції банку (Л13-2) залишено на рівні 10 %.

З метою стимулювання застосування сучасних методів управління валютними ризиками та можливості хеджувати позиції в іноземній валюті національному регулятору слід удосконалити нормативну та інфраструктурну базу похідних фінансових інструментів. Зараз дуже актуальним є питання розширення дозволеного переліку іноземних валют та інструментів хеджування валютного ризику опціонними угодами, фінансовими ф'ючерсами, операціями «своп» та іншими похідними фінансовими інструментами. Починаючи з 30 травня 2011 р., українські банки мають право здійснювати операції «своп», умови якого передбачають купівлю (продаж, обмін) іноземної валюти зі зворотним її продажем (купівлею, обміном) на певну дату в майбутньому з фіксацією умов цих операцій (курсів, обсягів, дат валютування тощо) під час укладання договору [197]. Можливість залучення гривні під заставу іноземної валюти вирішує

одразу дві проблеми: валютного дисбалансу активів та пасивів банківських установ та здешевлення кредитних ресурсів. При цьому важлива прозорість доступу до цього інструменту, можливість усіх банків їм користуватися у поєднанні з жорстким контролем з боку НБУ для недопущення спекулятивних операцій.

Виконуючи рекомендації Базельського комітету з банківського нагляду, Національним банком було внесено зміни до Інструкції про порядок регулювання діяльності банків України, згідно з якими з 21 лютого 2008 р. під час розрахунку нормативу адекватності регулятивного капіталу/ платоспроможності (Н2) кредитні установи мають враховувати валютний ризик та ризик ліквідності, які вони беруть на себе в процесі своєї діяльності. При цьому до сумарних активів і певних позабалансових інструментів, зважених за ступенем кредитного ризику, додається сукупна сума відкритої валютної позиції банку за всіма іноземними валютами та банківськими металами. Довгострокові активні операції, які здійснені з перевищенням строків розміщення над строками залучення коштів, додатково зважуються на коефіцієнт ризику 50 %.

З 01.03.2004 українські банки мають підтримувати свій регулятивний капітал на рівні, що становить не менше 10 % зважених до ризику активів і позабалансових зобов'язань. У країнах – членах Базельського комітету – цей показник становить 8 %, але в найближчі роки має бути збільшений у 1,5 рази. Треба зазначити, що в середньому по всіх українських банках норматив Н2 станом на 01.01.2008 р. становив 13,92 %, після введення поправок на валютний ризик та ризик ліквідності зменшився до 13,25 %. На початок 2013 року достатність регулятивного капіталу збільшилася до 18,06% [55], що говорить про підвищення стійкості банківської системи до зовнішніх ризиків. Зростання депозитної бази, передусім в національній валюті, зменшення обсягу валютних кредитів та вихід на позитивну рентабельність активів також говорять про кращі можливості абсорбування валютних шоків.

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 2

Результати проведеного у другому розділі дослідження дають можливість зробити такі висновки:

Валютна політика НБУ формувалася в умовах переважної макроекономічної нестабільності, значної залежності української економіки від зовнішніх факторів та несамостійності ЦБ. За 22 роки незалежності українська економіка пережила тривалий економічний спад у 1991-1999 рр. до 40,8% ВВП у порівнянні із 1990 р., підйом до 74,2% ВВП від рівня 1990 р. за 2000-2008 рр., значне падіння у 2009 р., яке перейшло у стагнацію у 2012-2013 рр.. Не беручи до уваги гіпертрофовані показники інфляції у 1991-1996 роках, після проведення грошової реформи у 1996 р. цінові індекси сягали двозначного рівня аж до 2010 р.; дефляція була зафіксована у 2002 р. та у 2012 р.. Валютно-курсова політика НБУ після глибокої девальвації гривні у 1998р. (- 81% вартості до долара США) та у 1999 р. (-52% вартості до долара США) внаслідок валютної кризи в Росії, у наступні п'ять років була направлена на поступове укріплення національної валюти. В результаті у квітні 2005 р. офіційний курс досягнув 5,1 гривні за долар США, порівняно з 5,5 гривень за долар США на початку 2000 р. Обмінний курс підтримувався на стабільному рівні (за винятком ревальвацій у 2005 р. та 2008 р). до середини 2008 р., коли ймовірність кризи почала стрімко зростати. Цьому сприяли ескалація фінансової нестабільності у світі, дефіцит поточного рахунку платіжного балансу та збільшення зовнішнього боргу. Значне знецінення гривні (- 58% вартості до долара США) у жовтні – грудні 2008 р. змусило тимчасово відмовитися від переходу до вільного курсоутворення. Проте, саме підтримання фіксованого валютного курсу в умовах значної доларизації банківського та тіньового секторів стало причиною складного відновлення економіки після фінансових криз 1998 р. та 2008-2009 рр.

В роботі доведено, що в умовах підвищеної фінансової вразливості країни, нерозвинутості процентного каналу монетарної трансмісії, високої

ймовірності цінової волатильності використання мультивалютної прив'язки дозволить підтримати монетарну стабільність на перехідному етапі. Обгрунтовано, що посилення гнучкості обмінного курсу, крім зміни валютного орієнтиру, передбачає визначення діапазону коливань, в межах яких ЦБ не буде проводити інтервенції, та механізму поступового приведення ВК до рівноважного значення за принципом "crawling". В середньостроковій перспективі рекомендовано застосовувати підхід «відкритої економіки» ІТ, який при встановленні короткострокової номінальної відсоткової ставки враховує, окрім відхилень у рівнях інфляції та ВВП, коливання ВК. Довгострокова стратегія ВП має формуватися з посиленням курсової прогнозованості та запровадженням інструментів зниження валютних ризиків для учасників валютного ринку.

Дослідження показало, що ефективність реалізації ВП оцінюється виходячи з результативності заходів у сфері валютних відносин, що характеризуються точністю та швидкістю реалізації поставлених цілей, доцільністю та дієвістю застосованих інструментів, адекватністю прийнятих управлінських та фінансових рішень. Розроблено факторно-критеріальну модель оцінювання результативності ВП, яка враховує кількісні, якісні параметри та перевірку дієвості передавання валютно-монетарних імпульсів фінансовому та реальному секторам економіки.

Аргументовано, що політика Національного банку України, спрямована на підтримання фіксованого ВК, не можна вважатися результативною ні щодо забезпечення цільового рівня інфляції, ні відносно впливу на економічну динаміку та ФСЕ країни.

Проведений аналіз адекватності вартості національної валюти засвідчив її істотну недооціненість за індексами паритету купівельної спроможності та переоціненість за показником відношення грошової бази до міжнародних резервів. Вивчення впливу реального ефективного обмінного курсу (РЕОК) на конкурентоспроможність економіки показало, що корисною

може бути лише помірна девальвація РЕОК за умови внутрішньої та зовнішньої макроекономічної стабільності. Оцінювання керованості реального ВК показало зменшення можливостей його підтримання у визначених межах протягом тривалого часу. Обгрунтовано, що в умовах збільшення зовнішньоторговельного дефіциту та погіршення умов доступу до зовнішнього фінансування, активізація застосування адміністративних обмежень у валютному регулюванні не матиме стійкого впливу на врівноваження валютного ринку, натомість призведе до зростання девальваційних, інфляційних очікувань та рівня доларизації економіки, що значно погіршує результативність ВП.

Аналіз ефективності управління ЗВР як необхідного елемента підтримання ФСЕ вказує на стійку тенденцію зростання оптимального рівня резервів та значне скорочення їх фактичного обсягу за останні два роки. Оцінено переваги та недоліки зовнішніх та внутрішніх джерел наповнення ЗВР. Встановлено відповідність інструментальної та валютної диверсифікації ЗВР НБУ глобальним тенденціям.

Оцінювання результативності ВП на підставі інтегрального індексу тиску на валютний ринок (EMPI) вказує на зменшення спроможності попередити кризові ситуації. Обгрунтована необхідність передбачення відповідних заходів регулювання на випадок відхилення цільових показників та змінних індексу EMPI у офіційних документах НБУ. Підтверджено важливість своєчасної та якісної ідентифікації, управління та контролю за валютними ризиками банківських установ; проаналізовано відповідність існуючої системи рекомендаціям Базельського комітету; визначено напрями пруденційного валютного регулювання в Україні.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано в статтях [198], [199], [200], [201], [202], [203], [204].

РОЗДІЛ 3

УДОСКОНАЛЕННЯ МЕТОДИЧНИХ ПІДХОДІВ ДО ОЦІНЮВАННЯ ВПЛИВУ ВАЛЮТНОЇ ПОЛІТИКИ НА ФІНАНСОВУ СТАБІЛЬНІСТЬ ЕКОНОМІКИ

3.1 Оцінювання ризиків фінансової стабільності економіки України

Визначення інструментів та заходів впливу, які тримають фінансову систему у стані рівноваги та мінімізують ризики суб'єктів фінансових відносин, потребує систематичного аналізу та контролю за індикаторами фінансової стабільності. Дослідження наукової літератури стосовно методик ранньої діагностики макроекономічних індикаторів фінансової стабільності виявило три наукових підходи до їх визначення:

1. *Якісний аналіз.* Цей підхід базується на статистичному аналізі часових рядів, що провокують фінансову нестабільність, вивченні стандартних сценаріїв передкризових періодів, графічному співставленню динаміки економічних показників перед початком фінансової кризи та у спокійному стані. Дослідження, проведені в рамках якісного підходу, акцентують увагу на динаміці одного або декількох показників без проведення формальних тестів щодо оцінки корисності того чи іншого індикатора у прогнозуванні фінансової нестабільності. Якісному аналізу фінансової стабільності економіки України та впливу на неї важелів валютної політики присвячені праці Белінської Я. [78], Береславської О. [184], Колодізева О. [205], Мелих О. [206], Міщенко С. [207], Шевчука В. [208].

2. *Економетричне моделювання.* Такий підхід базується на побудові регресійних моделей, які дозволяють оцінити взаємозв'язок макроекономічних показників з імовірністю фінансової кризи. Найчастіше автори використовують logit або probit – аналіз, суть якого полягає у визначенні за допомогою методу найменших квадратів внеску різних факторів у формування фінансової нестабільності та усуненню незначущих індикаторів кризи. Ця методика не дозволяє визначити коли саме криза

розпочнеться, натомість, вона дає можливість встановити, які країни можуть бути піддані спекулятивній атаці на національну валюту у разі негативної зміни ситуації на світових фінансових і товарних ринках, та які макроекономічні показники вказують на це найбільше.

У роботах науковців, які використовують моделі бінарного вибору (*logit i probit регресії*), виявлення індикаторів фінансової нестабільності можна умовно поділити на два етапи:

1) на першому етапі для ідентифікації кризи пропонуються різноманітні індекси, як то індекс тиску на валютний ринок (який знаходиться як середньозважене значення девальвації національної валюти до долара США та зміни золотовалютних резервів [177], [209]), індекс стійкості фінансової системи (відношення обсягів кредитів до ВВП, питома вага непрацюючих кредитів [210]), незбалансованості рахунків платіжного балансу [211], достатності міжнародних валютних резервів, боргового навантаження [212] тощо;

2) на другому етапі проводиться оцінка *logit* або *probit* моделей для виявлення найбільш значимих факторів, що впливають на вірогідність настання валютної, банківської кризи чи погіршення вагомих макроекономічних показників.

Крім зазначених вище моделей бінарного вибору найбільш вживаними інструментами аналізу взаємозв'язків фінансово-економічних показників вважають підходи на основі векторних авторегресій:

1) підхід векторних авторегресій (*VAR approach*), запропонований американським вченим Сімсом у 1970-х рр. (*Sims, 1972, 1980*) [213];

2) моделі корекції помилки (*Error Correction Model, ECM*), в основі яких покладено концепцію коінтеграції (*Granger, Engle, 1998*) [214].

Вони виступають альтернативою структурним моделям, метою яких є емпіричне підтвердження дії економічних законів [160, с. 13], широко використовуються у дослідженнях трансмісійного механізму монетарної політики ЦБ різних країн. Не встановлюючи самі індикатори фінансової

стабільності, векторні авторегресії дозволяють проаналізувати вплив інструментів та шоків грошово-кредитної політики на фінансовий сектор економіки, а у подальшому на макроекономічні змінні через сукупність каналів та зв'язків прямої та зворотної дії [52, с. 127]. Зазначені підходи представлені в дослідженнях Бернанке (*Bernanke, 1992*); Вонг (*Wong, 2000*); Еліаз (*Bernanke, Eliaz, 2004*); Ганєв та ін. (*Ganev, Molnar, Rybinski, Wozniak, 2002*), Арностова (*Arnostova, Hurnik, 2005*), Дробишевського С., Труніна П., Каменських М. (2008). В Україні слід виділити роботи Лепушинського В. О. (2010), Міщенко В. І., Ніколайчука С. А. (2008), Сігайова А. О. (2004).

3. *Непараметричні оцінки.* Суть даного підходу полягає у визначенні різних числових характеристик, які дають можливість завчасно виявляти вразливість економіки до фінансової кризи. Можна виділити два основних напрямки непараметричних тестів: 1) розрахунок граничних (порогових) значень індикаторів-передвісників фінансової кризи на основі різних критеріїв; 2) розробка зведених індексів фінансової стабільності. Метою цих досліджень є виявлення систематичних розбіжностей між значеннями певних показників у передкризовий період та контрольною групою. В якості контрольної групи виступають як відповідні значення індикаторів у «спокійний» або докризовий період у межах однієї або групи країн, так і у країнах, де криза ще не відбулася.

Розглянемо більш детально еволюцію цих досліджень. Наприкінці 1990-х років в західній літературі широкого застосування набули економетричні методики дослідження індикаторів фінансової стабільності.

Б. Ейхенгрін, А. Роуз і С. Виплош (*Eichengreen, Rose and Wyplosz, 1995*) поєднують графічні техніки та багатофакторний логіт-аналіз для оцінки причин і наслідків нестабільності на валютному ринку. Автори досліджують поведінку макроекономічних показників 20 розвинутих країн світу у докризові, післякризові періоди і «події» на валютному ринку з метою пошуку закономірностей і прогнозування валютних криз. В якості «подій» на валютному ринку науковці розглядають офіційні оголошення девальвації чи

ревальвації, перехід від фіксованого курсу до плаваючого, розширення меж валютного коридору та інші значні зміни у валютній політиці в світі у 1959-1993 рр. [84, с. 24]. Автори показали, що за декілька кварталів до девальвації спостерігається зниження золотовалютних резервів, падіння експорту і зростання імпорту та, відповідно, збільшення дефіциту рахунку поточних операцій. Після девальвації резерви і експорт відновлюються порівняно швидко. В той же час імпорт і рахунок поточних операцій повертаються до початкового значення довше. В країнах напередодні девальвації порівняно зі «спокійними» періодами був зафіксований великий бюджетний дефіцит, зростання внутрішнього кредиту та пропозиції грошей. Крім того, в них спостерігалось підвищення темпів інфляції та короткострокових відсоткових ставок, а також значне збільшення реального ефективного обмінного курсу. Автори відзначають, що поведінка макроекономічних показників перед ревальвацією, хоча і є протилежною, не так сильно відрізняється від нормального стану [84, сс. 284-288].

Дж. Френкель і А. Роуз (*Frankel, Rose, 1996*) також застосували графічний аналіз макроекономічних даних по 100 країнам за період з 1971 по 1992 рр. для виявлення індикаторів валютної кризи, яку вони визначають як номінальне знецінення обмінного курсу не менш ніж на 25%, при збільшенні швидкості такого знецінення на 10% порівняно з середнім рівнем за останні 5 років [209, с. 3].

Дж. Сакс, А. Торнелл і А. Веласко (*Sachs, Tornell and Velasco, 1996*) [215, сс. 6-9] проаналізували вразливість деяких країн (вибірка складається з 20 країн, що розвиваються) до ланцюгового ефекту поширення кризи (на прикладі кризи Мексиканського песо у грудні 1994 р.) і виявили, що індикаторами фінансової нестабільності є:

- низький рівень покриття золотовалютними резервами грошової маси;
- переоцінена національна валюта у реальному вираженні по відношенню до трендового рівня;

- високі темпи зростання заборгованості приватного сектору перед комерційними банками.

Автори дослідили, що у випадку, коли держава має низькі резерви та переоцінену валюту, імовірність виникнення кризи і його відносна сила будуть тим більше, чим більше частка короткострокових коштів у структурі залученого капіталу і вище частка державних видатків у ВВП.

Дж. Корсетті, П. Пезенті і Н. Рубіні (*Corsetti, Pesenti, Roubini, 1998*) у своїй роботі [216] виділяють такі причини азійської кризи:

- надмірний рівень зовнішнього боргу;
- дефіцит платіжного балансу;
- безвідповідальна поведінка учасників ринку та уряду (*moral hazard*).

А. Деміргук-Кунт і Е. Детрагіаче (*Demirgüç-Kunt, Detragiache, 1998*) на підставі логіт-аналізу банківських криз, які відбулися у розвинутих країнах і країнах, що розвиваються у 1980-1994 рр., визначили, що ситуація у банківській системі може бути оцінена як кризова, якщо виконується одна з перелічених умов [217]:

- питома вага непрацюючих активів у загальному обсязі активів перевищує 10%;
- витрати на стабілізацію банківської системи перевищують 2% ВВП та/або націоналізація більш ніж 10% банків від загальної кількості;
- відбувається масовий відтік депозитів або вводяться обмеження по їх виплатам.

Дослідження вчених показує, що вірогідність настання банківської кризи підвищується, коли:

- знижуються темпи зростання ВВП та погіршуються умови торгівлі;
- підвищуються відсоткові ставки та рівень інфляції;
- збільшується відношення грошової маси M2 до золотовалютних резервів;
- зростає питома вага споживчих кредитів у кредитному портфелі банків.

У роботі Ейхенгріна і Роуза (*Eichengreen, Rose, 1998*) проводилося дослідження банківських криз на базі макроекономічних і фінансових показників за 1975-1992 рр. для більш ніж 100 країн, що розвиваються.

Автори називають п'ять можливих причин виникнення фінансової нестабільності [212, сс. 9-10]:

- 1) внутрішня макроекономічна політика;
- 2) зовнішні макроекономічні умови;
- 3) режим обмінного курсу;
- 4) структура фінансової системи країн;
- 5) недосконалість контролю та регулювання.

В таблиці 3.1 представлено три групи індикаторів – провісників банківської кризи, розроблених американськими вченими відповідно до зазначених факторів [212, с. 18].

Таблиця 3.1 Перелік індикаторів – провісників банківської кризи

Група	Показник
1. Показники, що характеризують зв'язок фінансової системи зі світовою економікою	1.1. Обсяг міжнародних золотовалютних резервів у відсотках від обсягу імпорту за місяць 1.2. Зовнішній борг у відсотках до ВВП 1.3. Сальдо рахунку поточних операцій у % до ВВП 1.4. Реальний обмінний валютний курс
2. Внутрішні макроекономічні індикатори	2.1. Бюджетний дефіцит (профіцит) у % до ВВП 2.2. Темпи зростання внутрішнього кредиту 2.3. Обсяги реального ВВП на душу населення
3. Зовнішні змінні	3.1. Світова відсоткова ставка як середньозважена за відсотковими ставками зовнішніх запозичень у США, Німеччині, Японії, Франції, Великобританії та Швейцарії 3.2. Темпи зростання ВВП у країнах ОЕСР

Джерело: [212]

Науковці роблять висновок, що основними індикаторами – провісниками банківських криз є підвищення приблизно за два роки до кризи світової відсоткової ставки та зниження темпів зростання ВВП.

Дж. Камінські і С. Рейнхарта (*Kaminsky, Reinhart, 1999*) асоціюють початок банківської кризи, яка часто провокується фінансовою лібералізацією, із масовим вилученням вкладів, закриттям банків, їх злиттям або поглинанням одного чи більше проблемних фінансових інститутів державою [211, с. 476]. Вчені довели, що проблеми у банківському секторі, як правило, передують валютній кризі, яка в свою чергу поглиблює банківську кризу, активуючи замкнуте коло. Взагалі, фінансова нестабільність починається тоді, коли економіка країни вступає в рецесію після тривалого піднесення економічної активності за рахунок кредитної експансії, притоку капіталу і переоціненої національної валюти.

Ф. Карамаци, Л. Річчі і Р. Сальгадо (*Carramazza, Ricci, Salgado, 2000*) крім загальних шоків та показників фінансової слабкості (адекватність банківського капіталу та достатність міжнародних резервів) включають до індикаторів фінансової стабільності показники зовнішньоторговельних і фінансових зв'язків, що відображують канали «зараження» (платіжний баланс і зовнішній борг), що збільшують ризик розповсюдження кризи від однієї країни до іншої та інституційні фактори (режим курсоутворення, регулююча політика, зміна очікувань інвесторів) [218]:

Найвідомішою роботою, в якій використовуються непараметричні оцінки для прогнозування фінансової нестабільності є «Система ранніх індикаторів» Г. Камінські, С. Лізондо та К. Рейнхарта (*Kaminsky, Lizondo and Reinhart, 1998*), яка дозволяє виявити з великої вибірки показників індикатори, що вказують на можливість настання кризи у майбутні 24 місяці. Під кризою (валютною) вони розуміють ситуацію, коли атака на валюту призводить до її стрімкого і значного знецінення (перевищення двох стандартних відхилень валютного курсу від тренду), зниження міжнародних резервів, або поєднання цих факторів. Для визначення нестабільного стану

використовується індекс тиску на валютний ринок [177, с. 15]. «Сигнальний» підхід, запропонований авторами, передбачає моніторинг макроекономічних показників, які зазвичай поведуться нестандартно перед початком кризи, порівняння їх з аналогічними показниками у спокійні періоди, та, у випадку перевищення пояснювальною змінною порогового критичного рівня – сигналізує про велику імовірність майбутньої кризи.

Дослідження, проведене на прикладі валютних криз, що відбулися у 20 країнах світу (5 індустріальних та 15 країн, що розвиваються) у 1970 - 1995 роках, виявило такі найбільш достовірні індикатори-провісники кризи:

- втрата міжнародних валютних резервів;
- висока реальна процентна ставка;
- падіння виробництва;
- різке зниження цін на фондовому ринку;
- ефект «зараження» через торговельні канали [177, с. 22].

Науковці Інституту перехідного періоду РФ П. Трунін та М. Каменських також використовують «Систему ранніх індикаторів» для моніторингу фінансової нестабільності на прикладі Російської Федерації [72]. Вчені роблять висновок, що Система є більш ефективною, коли вона розробляється для конкретної країни, а не для групи країн. Для РФ найбільш якісними індикаторами виявилися сальдо поточного рахунку платіжного балансу, реальна відсоткова ставка, відношення грошової маси до ЗВР, РЕОК рубля РФ та надлишкова пропозиція грошей з урахуванням інфляції [72, с. 86].

Російські вчені Р. Ентов і С. Сінельников досліджують три групи факторів: мікрофактори (балансові показники окремого банку), мезофактори (характеристики зведеного балансу банківської системи) і макрофактори (змінна макроекономічних змінних) [219]. До параметрів, які спричинили початок банківської кризи у РФ наприкінці 1998 р., вчені віднесли: невідповідність термінів активів і пасивів; кредитну експансію; збільшення зовнішнього боргу; підвищення депозитних ставок в умовах погіршення ліквідності банківської системи.

С. Дробишевський та П. Трунін запропонували систему показників для попередження фінансових криз на підставі узагальнення світового та російського досвіду [72, с. 46], представлених у таблиці 3.2.

Таблиця 3.2 Перелік індикаторів – провісників фінансової нестабільності

Група	Показник
1. Темпи економічного зростання	1.1. Темпи зростання ВВП 1.2. Обсяги промислового виробництва
2. Платіжний баланс	2.1. Сальдо поточного рахунку 2.2. Золотовалютні резерви 2.3. Зовнішній борг 2.4. Умови торгівлі (ціни експорту) 2.5. Імпорт і експорт 2.6. Реальний ефективний курс 2.7. Відплив капіталу
3. Відсоткова ставка	3.1. Реальна відсоткова ставка 3.2. Різниця між внутрішньою і зовнішньою відсотковими ставками 3.3. Співвідношення ставки за кредитами і ставки за депозитами
4. Грошові індикатори	4.1. Інфляція (ІСЦ) 4.2. Динаміка внутрішнього кредиту в реальному вираженні 4.3. Грошовий мультиплікатор 4.4. Відношення грошової маси до золотовалютних резервів 4.5. Темп зростання депозитів у реальному вираженні 4.6. Надлишкова пропозиція грошей у реальному вираженні
5. Індикатор тиску на валютний ринок	5.1. Середньозважений показник потенційної зміни валютного курсу

Джерело: [72]

Методика Національного банку республіки Казахстан (НБРК), відома як «Карта оцінки ризиків фінансової стабільності» [220], також використовує непараметричні оцінки «сигнального» підходу і містить 57 показників фінансової стійкості, макропруденційних факторів та індикаторів, які оцінюють зовнішній, банківський, реальний сектори економіки, достатність ЗВР, боргове навантаження, транскордонні потоки капіталу, ефективність монетарної та фіскальної політики держави.

На основі емпіричних досліджень для Системи раннього попередження Казахстану було обрано 17 найбільш якісних індикаторів, на основі яких розраховується зведений індекс вразливості фінансової системи. Сигнали ймовірної кризи (на протязі 12-18 місяців) надходять у разі перевищення показниками встановлених критичних порогових значень (див. табл. 3.3).

Для ідентифікації кризової ситуації використовується індекс тиску на валютний ринок (*Exchange Market Pressure Index* – далі *EMPI*), який розраховується на основі змін обмінного курсу, золотовалютних резервів та відсоткової ставки до попереднього періоду. Валютна криза визначається подією, коли *EMPI* перевищив порогове значення, яке визначається як середнє арифметичне значення індексу плюс три його стандартних відхилення. Науковці НБРК встановили, що динаміка ймовірності валютної і банківської криз мають схожі тенденції до зростання чи падіння. При цьому найбільшу прогностичну силу ймовірної фінансової нестабільності має показник реального ефективного обмінного курсу.



Таблиця 3.3 Набір сигнальних індикаторів та їх формат.

№	Індикатори	Формат	Індикатор подає сигнал відносно порогового значення, якщо він.
1	Валові міжнародні резерви НБРК	темп зростання	Нижче
2	Сальдо рахунку поточних операцій / ВВП	абсолютне значення	Нижче
3	Різниця між внутрішніми та зовнішніми процентними ставками	абсолютне значення	Вище
4	Реальний ефективний обмінний курс	відхилення від тренду	Вище
5	Експорт товарів та послуг	темп зростання	Нижче
6	Імпорт товарів та послуг	темп зростання	Вище
7	Умови торгівлі	темп зростання	Нижче
8	Частка короткострок. боргу у валовому зовнішньому борзі	абсолютне значення	Вище
9	Кредити / ВВП	темп зростання	Вище
10	Грошовий мультиплікатор	темп зростання	Вище
11	Реальна відсоткова ставка за депозитами	абсолютне значення	Вище
12	Надлишкова пропозиція грошей у реальному вираженні	оцінка	Вище
13	Грошова маса / міжнародні резерви	темп зростання	Вище
14	Диференціал між процентними ставками за кредитами та депозитами	абсолютне значення	Вище
15	Депозити	темп зростання	Нижче
16	Реальний ВВП	темп зростання	Нижче
17	Сальдо державного бюджету / ВВП	абсолютне значення	Вище

Джерело: [220, с. 90]

Вітчизняні дослідження показників фінансової стабільності переважно базуються на порівнянні фактичних даних з граничними значеннями, вихід за межі яких свідчить про зростання внутрішніх та зовнішніх загроз розвитку фінансової системи. Це роботи Александрова В. В., Барановського О. І., Власюка О. С., Гейця В. М., Задорожного Г. В., Єрмошенко М. М., Ладюка О. Д., Сухорукова А. І. та інших.

Підходи, що використовуються вченими для обґрунтування рівня таких граничних значень можна поділити на три групи: 1) метод аналогій (граничне значення індикатора встановлюється на рівні його значення у країнах, найбільш близьких за рівнем економічного розвитку); 2) нормативний метод (граничне значення індикатора встановлюється на рівні, що відповідає цілям макроекономічної політики); 3) експертний метод (граничне значення визначається на підставі узагальненої точки зору й методів групи експертів).

Так, Геєць В. М. у Концепції економічної безпеки України пов'язує фінансову безпеку країни із її спроможністю виконувати зовнішні та внутрішні зобов'язання [221, сс. 35-36]. Сухоруков А. І. [75, с. 50] відносить до індикаторів фінансової безпеки показники дефіциту державного бюджету, боргового навантаження, рівня інфляції, рівня монетизації економіки, обсяг міжнародних резервів НБУ. Барановський О. І. робить акцент на зовнішній стабільності, яка поряд із борговою має включати показники торговельного балансу та забезпеченості міжнародними резервами [222]. Александров В. В. та Задорожний Г. В. пропонують найбільшу кількість показників, які стосуються боргової, грошової, бюджетної та інвестиційної безпеки [77, сс. 165-166]. В таблиці 3.4 представлені результати досліджень вітчизняних вчених, які порівнюються нами із пороговими значеннями деяких факторів, які широко використовуються у світі.



Таблиця 3.4 Індикатори фінансової безпеки країни

Група / Показник	Порогове значення				
	Сухоруків	Геєць	Александров	Барановський	світова практика
1	2	3	4	5	6
<i>1. Бюджетна безпека</i>					
1.1. Рівень перерозподілу ВВП через консолідований бюджет, %			до 40		40-60 [43]
1.2. Витрати державного бюджету до ВВП, %			до 20		40-50 [43, 44]
1.3. Дефіцит зведеного бюджету до ВВП, %	до 1	3	до 5		3*
<i>2. Інвестиційна безпека</i>					
2.1. Відношення інвестицій в основний капітал до ВВП, %			>=25		
2.2. Прямі іноземні інвестиції до ВВП, %			>=5		
<i>3. Боргова та зовнішня безпека</i>					
3.1. Державний борг до ВВП, %		40	до 60	60	60*, 35**
3.2. Зовнішній державний борг до ВВП, %	25	25	до 30		30-40**
3.3. Внутрішній державний борг до ВВП, %	10	30	до 30	30	
3.4. Витрати на обслуговування і погашення зовнішнього державного боргу до доходів державного бюджету (за рік), %			до 30	45	20*,**
3.5. Витрати на обслуговування і погашення зовнішнього державного боргу до експорту товарів і послуг за рік, %			до 20	до 18	20**
3.6. Державний борг до доходів державного бюджету, %				300	250 **

1	2	3	4	5	6
3.7. Частка зовнішніх запозичень у покритті дефіциту державного бюджету, %			до 30		
3.8. Річний приріст зовнішнього державного боргу у % від ВВП			-		3*
3.9. Заг. обсяг зовнішнього боргу країни до річного експорту, %				200– 250	
3.10. Дефіцит поточного рахунку до ВВП, %				до 5	до 4
<i>4. Грошова стабільність</i>					
4.1. Кредити банків в економіку до ВВП, %			>=100		80-120
4.2. Депозити в ін. валюті в обсязі грошової маси, M2, % (рівень доларизації)		10	до 10		25
4.3. Обсяг готівки M0 до ВВП, %			до 4		
4.4. Грошова маса M1 до ВВП, %			>=20		
4.5. Грошова маса M2 до ВВП, % (рівень монетизації економіки)		50	>=50		
4.6. Рівень інфляції за рік, %	до 5	20	до 20		1,5% + база *
4.7. Страхові платежі (премії) до ВВП, %			>=7		
4.8. Рівень м/н резервів НБУ, місяці імпорту майбутнього періоду	3	3		3	
4.9. Обсяг м/н резервів до короткострокового боргу країни, %		>=100			>=100
4.10. Вартість банк. кредитів, % річних	10				2% + база *

Джерело: [75], [77], [221], [222], [223], [224]

* Маастрихтські критерії для країн-членів ЄС, що входять у Валютний союз. Для показників 4.6 і 4.9 за базу приймається середнє з поміж трьох найнижчих відповідних значень у країнах ЄС [223].

** Порогові значення боргової безпеки для країн, що розвиваються [224].

Окрім порівняльного та графічного якісного аналізу вітчизняні науковці використовують індексний підхід до визначення рівня фінансової та економічної стабільності. Прикладом можуть слугувати розробки Карпінського Б. А. [74] та Міністерства економіки [76] (див. Додаток 2). Обидві методики передбачають визначення оптимальних та порогових (граничних) значень показників економічної безпеки та фінансової збалансованості, а також обчислення інтегрального індексу. Карпінський, зокрема, досліджує фінансову стабільність регіонів України, виділяючи окремо категорії фінансової безпеки, гнучкості, рівноваги, стійкості і стабільності. Методика розрахунку рівня економічної безпеки України, затверджена наказом Міністерства економіки України у березні 2007 р., містить індикатори, які характеризують зовнішнє макросередовище фінансової системи (бюджетна, грошова, валютна, боргова безпека), окремі показники діяльності сегментів фінансової системи (зокрема, страхового, фондового, банківського ринку) та їх граничні рівні (порушення яких викликає несприятливі або загрозливі тенденції в економіці). Оскільки кінцевою метою цієї методики є визначення інтегрального індексу економічної безпеки країни, деякі показники, що суттєво впливають на стан фінансової стабільності країни містяться в інших блоках (аналіз макроекономічної, зовнішньоекономічної чи інвестиційної безпеки), а чимало суттєвих індикаторів можливої фінансової нестабільності взагалі відсутні (як наприклад, оцінка «бульбашок» цін на активи, перегріву економіки, якості та ризикованості активів фінансових посередників, достатність їх капіталу тощо).

Прикладом довгострокового моделювання фінансової та зовнішньоекономічної підсистем економічної безпеки з метою визначення граничних та оптимальних значень параметрів, що їх формують, за допомогою *VEC* моделей є робота Баженової О. В. [225]. До блоку фінансової безпеки автор відносить показники бюджетного дефіциту у відсотках до ВВП, відношення обсягу зовнішнього боргу до ВВП, показник

доларизації (обсяг іноземної валюти в готівковій формі до обсягу готівкової гривні), рівень інфляції, коефіцієнт монетизації (відношення грошової маси M2 до ВВП). Блок зовнішньоекономічної безпеки представлено вектором таких змінних: відношення витрат на обслуговування боргу до ВВП, курс долара США до гривні, коефіцієнт покриття імпорту експортом, частка іноземних інвестицій у ВВП, резервні активи в тижнях імпорту.

У більшості країн світу моніторингом загальної фінансової стабільності займаються ЦБ, які у своїй діяльності використовують власний набір показників відповідно до рівня розвитку та інших особливостей конкретної фінансової системи. Та більшість із них дотримуються міжнародних стандартів, зокрема, використовуючи показники фінансової стабільності, розроблені МВФ і Світовим банком.

НБУ для оцінки сильних сторін та вразливих місць фінансової системи щоквартально визначає індикатори фінансової стійкості (див. *Додаток 2*), керуючись методологією МВФ, викладеною в Керівництві з компіляції індикаторів фінансової стійкості (2007) [226]. Ці показники включають:

1) розширений набір показників (12 основних та 10 рекомендованих) щодо діяльності депозитних корпорацій, які оцінюють достатність капіталу банківських установ, якість та структуру активів та зобов'язань, ліквідність, рентабельність, кредитні та ринкові ризики;

2) показники, що характеризують рівень розвитку інших фінансових корпорацій (страхових компаній, пенсійних та інвестиційних фондів, дилерів цінних паперів та інших фінансових посередників) через співвідношення їх активів до сукупних активів фінансової системи та до ВВП;

3) індикатори фінансового стану корпоративних клієнтів банківських установ - нефінансових корпорацій, які визначають боргове навантаження, рентабельність капіталу, спроможність погашати відсотки та основну суму боргу, схильність до валютного ризику та динаміку банкрутств у цьому сегменті;

4) індикатори стабільності приватних клієнтів фінансових установ – домогосподарств, які обраховують відношення загальної суми заборгованості за споживчими та іпотечними кредитами до ВВП та співвідношення витрат на обслуговування цих кредитів і загальних доходів домогосподарств;

5) показники ринкової ліквідності, які оцінюють роботу ринку цінних паперів, валютного та інших значущих для банківської ліквідності ринків;

6) показники, що характеризують ринки нерухомості, а саме ціни на комерційну та житлову нерухомість та питому вагу іпотечних кредитів у сукупних кредитах.

Дана методика фокусується передусім на банківському секторі. Вона не містить індикативні порогові значення показників і не відрізняє їх залежно від рівня розвитку фінансових систем та економік різних країн світу.

Одним з кроків на шляху до покращення макроекономічної політики і функціонування фінансових ринків стало приєднання України у 2003 р. до Спеціального стандарту поширення даних (ССПД) МВФ. Останній має на меті розкриття інформації щодо розвитку реального, фінансового, зовнішнього та бюджетно-податкового секторів економіки, яке має стати підґрунтям забезпечення фінансової стабільності економіки країни.

На наш погляд, дослідження ФСЕ України включає такі етапи:

1. Виявлення слабких місць макроекономічної політики держави та основних ризиків фінансової стабільності економіки.

2. Визначення найбільш впливових інструментів валютної та грошово-кредитної політики та їх внесок у забезпечення короткострокової та довгострокової фінансової стабільності економіки держави.

3. Пошук довгострокових зв'язків між виявленими факторами, які збалансовують економічні процеси.

На першому етапі нами було проведено компаративний аналіз показників ФСЕ з метою виявлення загальних тенденцій та визначення середніх значень кризових індикаторів. Для цього було досліджено аналогічні показники для країн з відповідним рівнем економічного розвитку.

Таблиця 3.5 Індикатори фінансової стабільності країн Східної Європи

Відносні параметри вразливості країн, що розвиваються, %								
Показники/ Рік	Україна	Росія	Казахстан	Латвія	Польща	Чехія	Угорщина	Середнє значення
Зовнішній сектор								
Валовий зовнішній борг/ВВП								
2008	56,7	28,9	81,3	128,0	46,4	41,0	110,4	70,4
2009	89,0	38,4	100,4	159,9	65,7	43,8	129,1	89,5
Короткостроковий зовнішній борг/міжнародні резерви (без золота)								
2008	92,7	17,1	49,8	251,2	109,5	80	80,8	97,3
2009	95,2	14,4	25,4	269,6	95,6	60,6	65,2	89,4
Державний борг/ВВП								
2008	19,9	6,6	8,6	8,2	47,1	30	72,5	27,6
2009	35,4	8,6	13	25,9	52	35,4	78,9	35,6
Поточний рахунок платіжного балансу/ВВП								
2008	-7,1	6,2	5,2	-7,8	-5,1	-0,6	-7,1	-2,3
2009	-1,5	3,9	-1,6	12	-1,2	-1	0,2	1,5
Рахунок операцій з капіталом і фінансами/ВВП								
2008	5,4	-7,9	2,5	14,9	27,4	1,6	7,9	7,4
2009	-5,6	-3,6	6,7	-10,3	10	2,6	3	0,4
Фактори бюджетної та монетарної політики								
Сальдо державного бюджету/ВВП								
2008	-1,5	4,1	-2,1	-4,1	-1,6	-1,7	-3,8	-1,5
2009	-9	-5,9	-3,4	-8,9	-1,8	-6,9	-4	-5,7
Рівень інфляції (індекс споживчих цін до грудня поперед. року)								
2008	22,3	13,3	9,5	15,4	3,4	3,6	3,5	10,1
2009	12,3	11	6	3,5	3,7	1	4,1	5,9

	Україна	Росія	Казахстан	Латвія	Польща	Чехія	Угорщина	Середнє значення
Реальний ефективний обмінний курс (зміни до поперед. року)								
2008	-16,9	6,6	5,3	12,8	16,4	18,9	10,2	12,1
2009	3,8	-6,6	-2,9	-7	-20,3	-5,8	-10,8	-9,7
Темп девальвації "-"/ревальвації "+" за номін. курсом нац. вал.								
2008	-58,9	-19,5	-0,8	-4,2	-30,5	-15,3	-42	-24,5
2009	-3,7	-2,9	-22,9	1,2	3,8	5,1	18,1	-0,2
Кредити в ін. вал./ кредити всього (на кінець року)								
2008	59,1	30,2	43,9	89,5	35	13,1	65,3	47,1
2009	51,2	30,1	53,5	88	33,3	12,5	70,7	49,1
Ділова активність								
Реальний ВВП (зміни до відповідного періоду минулого року)								
2008	2,3	5,6	3,2	-4,6	5,2	2,5	1,9	2,3
2009	-15	-7,9	1	-16,9	1,7	-4,2	-6,2	-6,8

Джерело: [220], [55], [190], [191], [227], [228], [229], [230].

Згідно таблиці 3.5 у 2008-2009 рр. найбільш критичними виявилися індикатори фінансової стабільності Латвійської економіки. Україна займала найгірші позиції за факторами макроекономічної (темп росту реального ВВП), монетарної (інфляції та валютного курсу) та банківської (частка проблемних активів та рентабельність капіталу) стабільності. Проблемними також виявилися значення показників бюджетного дефіциту, темпів зростання валового зовнішнього, короткострокового зовнішнього та державного боргів, частки валютних кредитів і депозитів.

Враховуючи результати проведеного компаративного аналізу показників фінансової стабільності країн з ринками, що формуються, а також особливості фінансово-економічного розвитку та валютно-монетарних

засобів регулювання в Україні [52], [74], [222], [231], пропонується карта оцінювання ризиків фінансової стабільності, представлена у таблиці 3.6.

Таблиця 3.6 Карта оцінювання ризиків ФСЕ України

№	Показник, %	2008	2009	2010	2011	2012	І швр. 2013	Гранич. знач.
1.	Зовнішній сектор							
1.1	Валовий зовнішній борг/ВВП	56,7	89	86	77,5	76,6	75,7	
1.2	Міжнародні резерви/ короткостр. зовн. борг	68	67	71	54	39	37,4	>=100
1.3	Платіжн. баланс/ВВП	-1,7	-6,4	3,6	-0,6	-0,8	0,3	-1 / +1
1.4	Поточний рах. ПБ/ВВП	-7,1	-1,5	-2,1	-6,3	-8,4	-5,8	-1 / +1
1.5	РЕОК (приріст до грудня попер. року)	-16,9	3,8	8,7	3,7	-6,5	0,4	
2.	Бюджетна та грошово-кредитна політика (* - прогноз)							
2.1	Державний та гарант. державою борг/ВВП	19,9	34,8	39,9	36,3	36,6	40,8*	35/60*
2.2	Сальдо державного бюджету/ВВП	-1,9	-6,1	-6,7	-2,7	-4,2	-4,3*	3
2.3	Рівень інфляції (Ісц)	122,3	112,3	109,1	104,6	99,8	100,2	4 / 2*
2.4	Кредити/ВВП	77,4	78,7	67,7	61,6	57,9		не < 30
3.	Валютна стабільність							
3.1	Девальвація офіц. курсу UAH/USD	52,5	3,7	-0,3	0,4	0,04	0	+/- 6
3.2	Грошова база грн. / Золотовал. резерви	5,92	7,36	6,53	7,55	9,16	13,15	
3.3	Кредити в ін.вал./ Сукупні кредити	60,3	52,6	48,2	42,1	37,7	37,3	
3.4	Зобов'язання в ін.вал./ Сукупні зобов'язання	59,1	55,8	51,3	49,8	49,2	46,8	25
3.5	Частка готівкових операцій у загальному обсязі валютн. ринку	24,1	19,6	19,3	12,8	7,1	5,8	
3.6	Частка проданої готівкової валюти	54,6	61,8	61,3	63,5	62,6	51,9	

Продовження таблиці 3.6.

3.7	Сальдо інтервенцій НБУ/золотовал. резерв. на кінець періоду	-12,3	-39,4	3,8	-11,8	-30,6	-5,1	
3.8	ОВДП в ін. вал./ заг. обсягу ОВДП в грн.				10,6	19,8	12,9	
4.	Індикатори фінансової стійкості банківського сектору							
4.1	Непрацюючі кредити /Кредити усього	3,88	13,7	15,27	14,73	16,54	15,2	5
4.2	Регулятивн. капітал/ сумарні активи (Н2)	14,01	18,08	20,83	18,90	18,06	17,99	10 / 8*
4.3	Рентабельність капіталу	7,29	-32,25	-9,73	-5,01	2,92	0,67	
4.4	Сер. зв. міжбанківські процентні ставки грн.	13,4	16,5	3,6	8,1	13,1	3,4	2+база*
5.	Ділова активність							
5.1.	Темп зростання реального ВВП	2,3	-15	4,1	5,2	0,2	-1,3	
5.2	Частка неекспортного сектору у ВВП	31	53	49	45	49	50	

Джерело: власні розрахунки згідно [55]

В таблиці 3.6 представлені індикатори ФСЕ України у кризові 2008 – 2009 рр. та наступні 2010-2013 рр., розраховані автором на підставі статистичних даних НБУ [55]. Їх граничні значення визначені за методикою Міністерства економічного розвитку і торгівлі України [76] (див. Додаток 2) та Маастрихтськими критеріями (затверджені Європейським Союзом для країн, що входять до Валютного союзу та кандидатів на членство) [232]. Спираючись на дослідження вітчизняних науковців, значення економічно безпечного рівня державного і гарантованого державою боргу для України встановлено на рівні 35% від ВВП [233], [234]. Оптимальний довгостроковий рівень інфляції визначено на рівні 4% [235], що відповідає останнім тенденціям у показниках інфляції країн, що розвиваються [171]. Відношення кредитів до ВВП як показник фінансового левериджу економіки за національними стандартами має перевищувати 30% [76], граничний же

рівень залежить від темпів росту реального ВВП країни та якісних параметрів кредитних портфелів комерційних банків. За стандартами Західної Європи критичним рівнем непрацюючих кредитів вважається 5% від сукупного кредитного портфелю [236]. Нормативне значення показника адекватності банківського капіталу (коефіцієнта H2) згідно вітчизняного законодавства становить 10% [116], за стандартами угоди Базель II – 8%, Базель III – 10,5% з перехідним періодом до 2019 р. [236].

Для України ключовими факторами, які збільшують тиск на валютний курс є: погіршення умов торгівлі та рахунку поточних операцій (переоціненість реального валютного курсу), підвищення зовнішнього боргу відносно динаміки золотовалютних резервів НБУ, надмірне зростання кредитування (у 2002 - 2008 роках), низькі темпи зростання ВВП [180]. Чинники, що представляють найбільшу загрозу для забезпечення фінансової стабільності економіки, виділені в табл. 3.6 червоним кольором. За рейтингом фінансової стабільності (він оцінює ризики валютної, системної банківської кризи та кризи суверенного боргу), наведеному у “Financial Development Report 2009” Всесвітнього економічного форуму [238], Україна посіла останнє, 55 місце.

Ризики збалансованої роботи фінансової системи в Україні можна поділити на такі групи:

- монетарні (інфляційні, валютні);
- банківські (ринкові, ліквідності, кредитні);
- інституційні, регулятивні, системні;
- макроекономічні (бюджетні, боргові, зовнішньоекономічні).

Монетарну стабільність, яка забезпечує купівельну спроможність національної грошової одиниці, визначають показники інфляції, валютного курсу та вартості грошей в економіці. Значна волатильність ринкових процентних ставок та відсутність впливу на їх динаміку з боку облікової ставки НБУ є факторами, що загрожують фінансовій стабільності економіки

(рис. 3.1). Основним каналом інфляційних процесів є емісійне фінансування дефіциту бюджету через викуп НБУ та комерційними банками ОВДП.

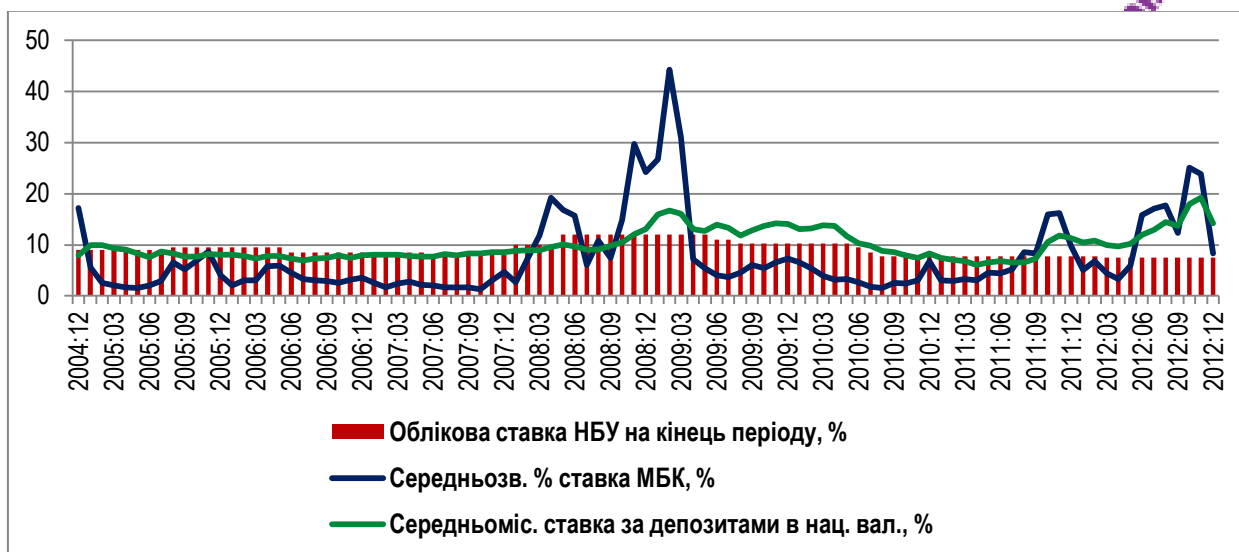


Рисунок 3.1 – Показники вартості грошей в Україні у 2005-2012 рр.

Джерело: [55]

Валютні ризики пов'язані із рівнем та динамікою обмінних курсів національної валюти, структурою та розміром валютних резервів і залежать, передусім, від стану платіжного балансу. Негативне сальдо торговельного балансу (рахунок поточних операцій на рис. 3.2), збільшення боргового навантаження та зменшення золотовалютних резервів НБУ (див. рис. 3.3) спровокувало девальвацію національної валюти, яка в свою чергу посилила інфляційні ризики для економіки.

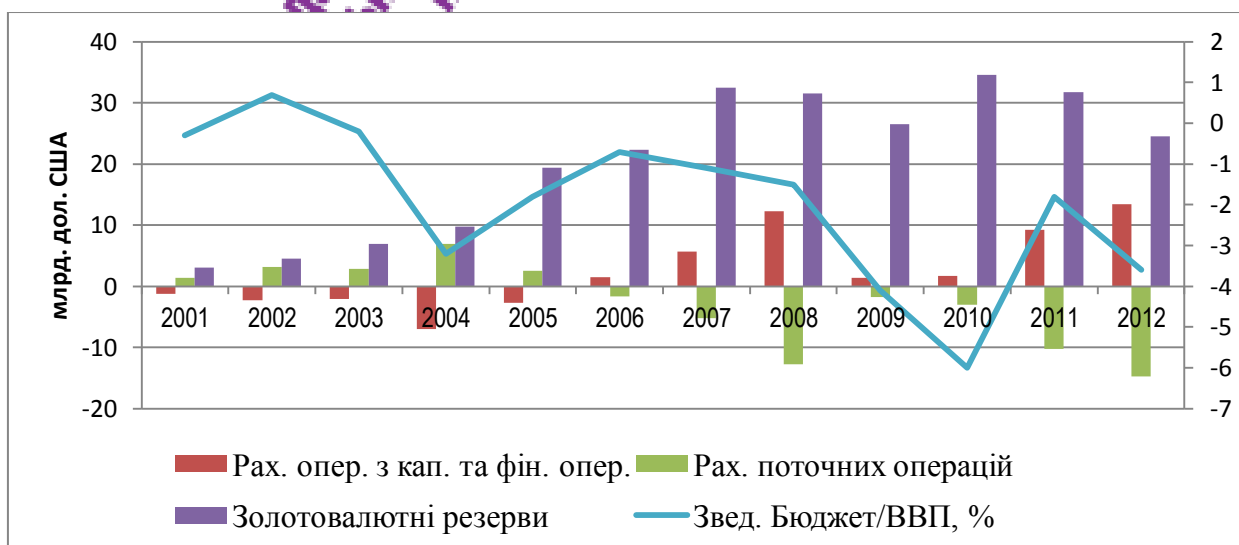


Рисунок 3.2 – Динаміка показників зовнішнього та державного секторів

Джерело: [55]

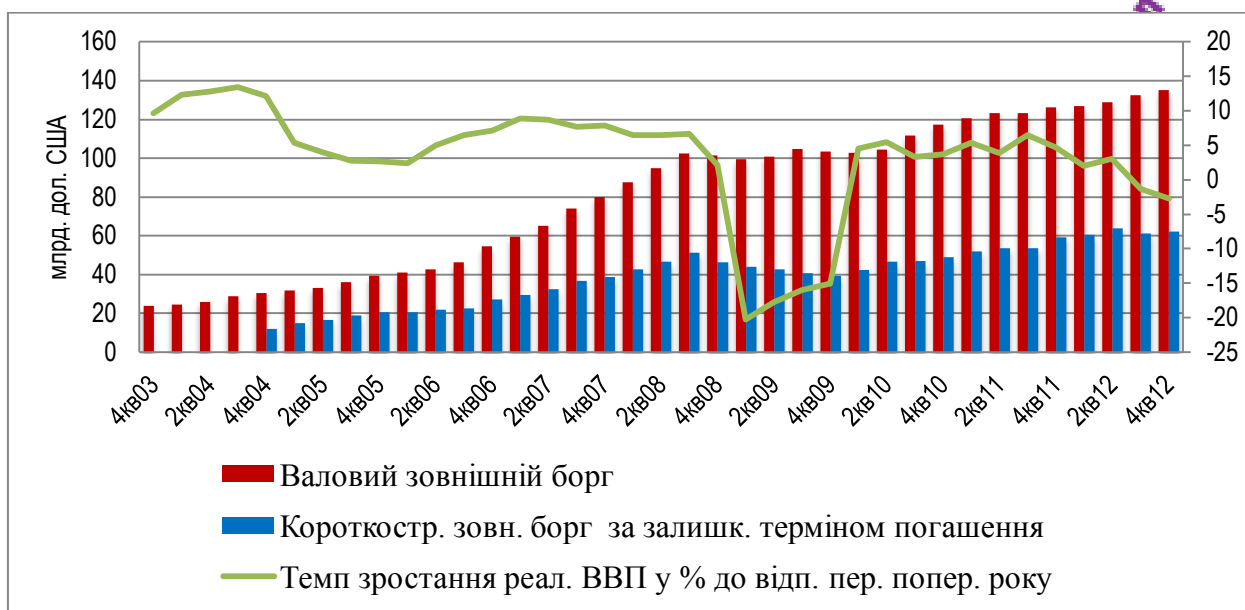


Рисунок 3.3 – Динаміка показників зовнішнього боргу та ВВП України

Джерело: [55]

Валютні ризики посилюються у зв'язку із значною доларизацією економіки. В Україні вона проявляється у таких формах: використання іншої валюти для перерахунку договірних цін, заробітної плати та фінансових активів (*real or price dollarization*), проведення транзакцій (*transaction dollarization or currency substitution*), кредитування або заощадження коштів (*financial dollarization*). Це призводить до більшої волатильності валютного курсу, зниження ефективності монетарних важелів регулювання, негативно впливає на випуск та інвестиції, темпи інфляції, фіскальний дефіцит, підвищує ризик-премію країни [54]. Представлена на рис. 3.4 динаміка показників фінансової доларизації засвідчує небезпечний рівень валютних кредитів напередодні фінансово-економічної кризи 2008 р., яка, в свою чергу, спричинила підвищення рівня валютних депозитів. Невисокий рівень монетизації економіки [185] у порівнянні з розвинутими країнами світу свідчить про тінізацію економіки або про широке застосування адміністративних методів впливу на економіку.

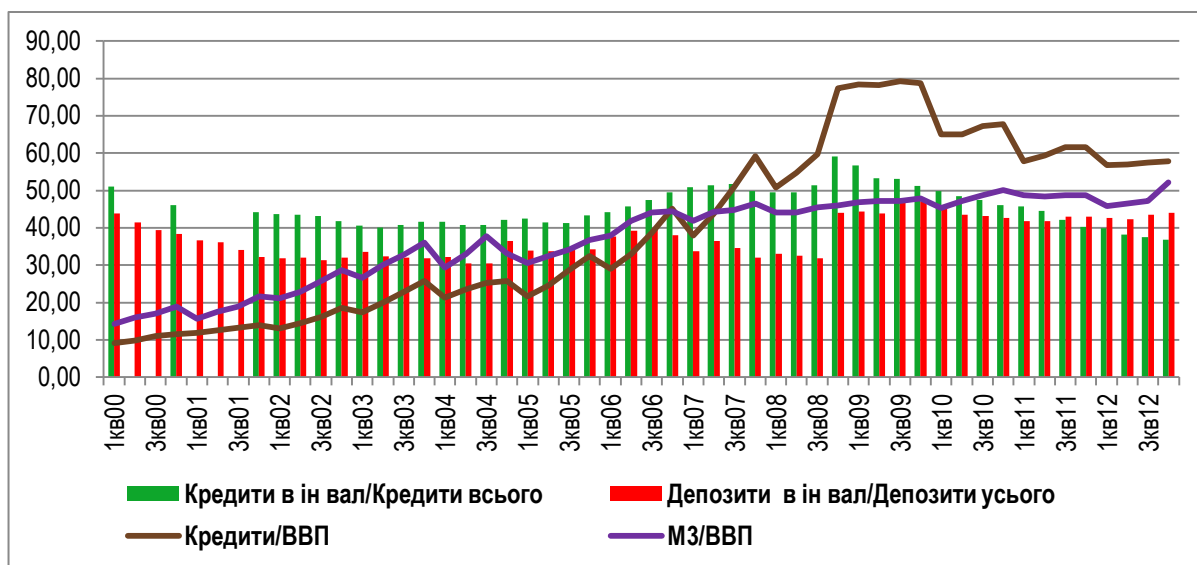


Рисунок 3.4 – Показники доларизації та монетизації у 2000-2012 рр.

Джерело: власні розрахунки згідно [55]

До початку економічної кризи ризики доларизації нівелювалися зростанням ВВП, реальних доходів населення та відносною курсовою стабільністю. Зменшення експортних надходжень і зовнішніх запозичень наприкінці 2008 року, на тлі погіршення загальноекономічної кон'юнктури, призвело до значного знецінення національної валюти, яке спровокувало системну банківську кризу. Загроза втрати офіційних ЗВР (див. рис. 3.2) та значне падіння економіки змусили регулятора вдатися до девальвації національної валюти, яка лише за останній квартал 2008 р. сягнула 59% і продовжила девальваційний тренд у 2009р. [55].

На сучасному етапі головними макроекономічними ризиками, які загрожують стабільності фінансової системи України є бюджетний дефіцит (рис. 3.5) та зростання боргового навантаження. Занепокоєння викликає не лише перевищення темпів зростання валового зовнішнього боргу над темпами зростання ВВП, а й зміни в його структурі. Збільшилась частка короткострокового та державного зовнішнього боргу. Помітне скорочення зовнішнього боргу комерційних банків у післякризовий період компенсувалося стрімким зростанням боргу нефінансових корпорацій, лівову частину якого складають «безпечне» торговельне фінансування та

фінансування українських підприємств їх «материнськими» офшорами. Загрозливим для фінансової стабільності економіки є рівень короткострокового зовнішнього боргу, який є меншим за обсяг золотовалютних резервів.

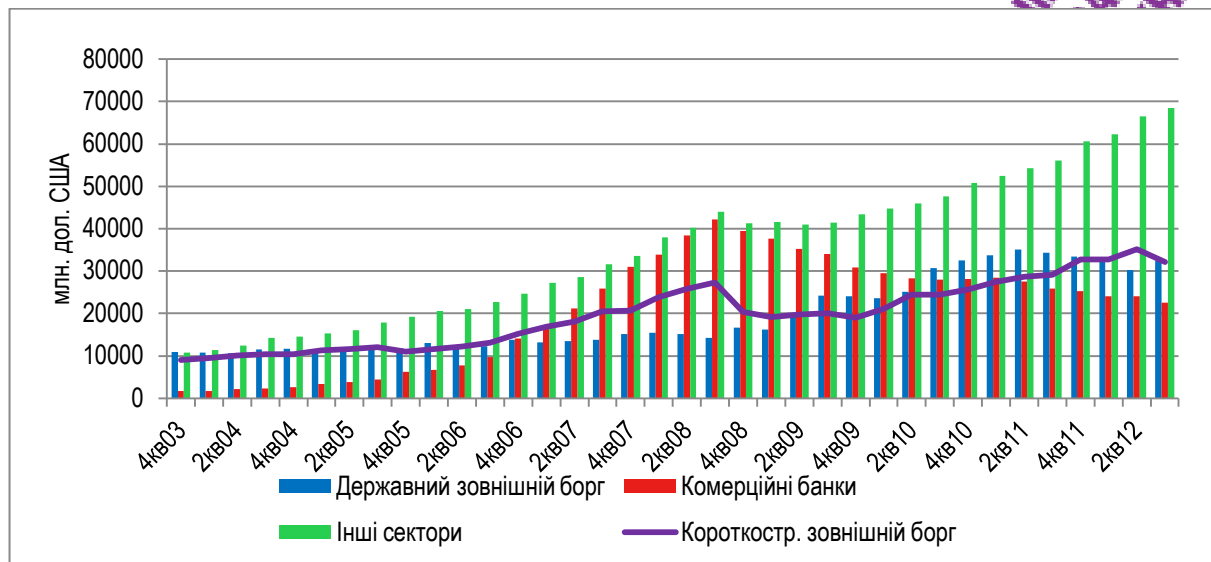


Рисунок 3.5 – Зовнішній борг України за секторами

Джерело: [55]

Збільшення бюджетного дефіциту супроводжується зростанням зовнішнього та внутрішнього державного боргу (рис. 3.6), у фінансуванні якого приймає участь не лише НБУ, а й комерційні банки та населення. Крім інфляційних ризиків, такий перерозподіл ресурсів з реального у бюджетний сектор уповільнює і без того низькі темпи зростання економіки.

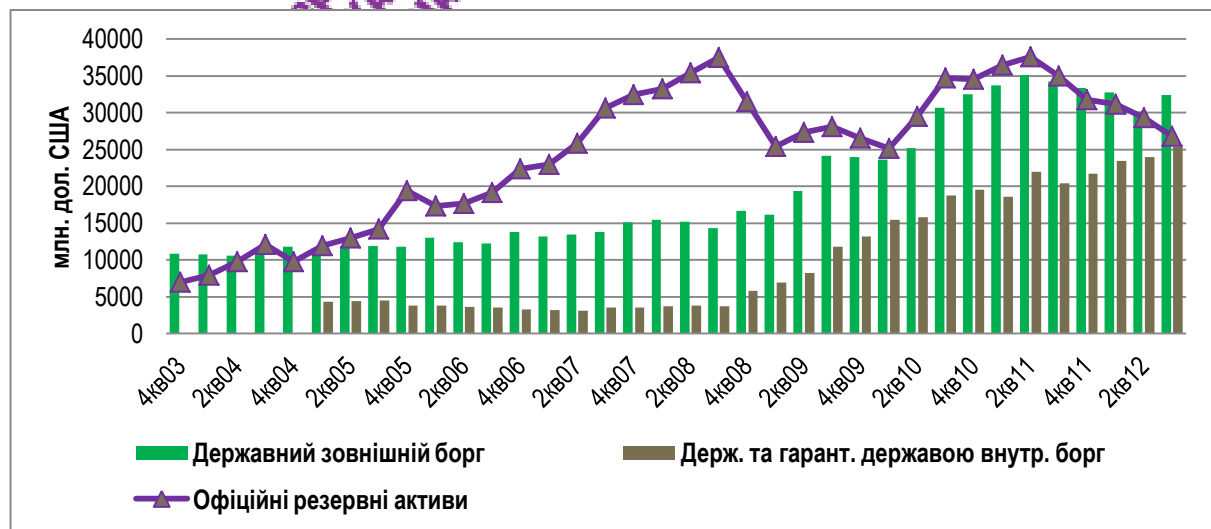


Рисунок 3.6 – Показники боргового навантаження України

Джерело: [55]

Накопичення у портфелях банківських установ державних цінних паперів, недосконалість інструментів управління ліквідністю, велика частка простроченої кредитної заборгованості та низький рівень позичальників, високий рівень ставок та короткотерміновість депозитів, надмірна доларизація та залежність від динаміки ВК, недостатня капіталізація – ось невичерпний перелік ризиків сучасної банківської системи України.

Огляд праць іноземних та вітчизняних науковців (див. 13), а також проведений компаративний аналіз показників фінансової стабільності вказує на необхідність дослідження таких груп показників:

1) індикатори макроекономічної стабільності (темп зростання реального ВВП, внутрішнього виробництва, обсяги інвестицій);

2) показники монетарної стабільності (темп інфляції, номінальні та реальний валютний курс, рівень монетизації, облікова ставка НБУ, ринкові відсоткові ставки, ЗВР та показники їх достатності);

3) параметри банківської стійкості (рентабельність та достатність капіталу, темпи зростання і співвідношення кредитів та депозитів, рівень доларизації банківських кредитів та депозитів);

4) показники зовнішнього сектору (потоки капіталу, сальдо поточного рахунку, забезпеченість золотовалютними резервами, темп зростання валового та короткострокового зовнішнього боргу);

5) державні фінанси (рівень бюджетного дефіциту і державного боргу).



3.2 Моделювання впливу валютної політики НБУ на фінансову стабільність економіки

Аналіз впливу ВП НБУ на ФСЕ проводиться на базі моделей векторних авторегресій (VAR) та моделей корекції помилки (VEC). Для країн з перехідною економікою, де більшість економічних законів не працює через недостатній розвиток інститутів фінансового ринку, політичну заангажованість суб'єктів грошово-кредитного регулювання та постійні структурні зміни економіки, використання таких підходів набуло особливої актуальності. Невелика вибірка і значна варіація статистичних даних, яка погіршує якість класичних структурних моделей, має перевагу над більш довгими часовими рядами, де зміни факторів відносно невеликі, у VAR-аналізі. Ще однією проблемою використання класичних методів кореляційно-регресійного аналізу є велика вірогідність отримання хибних результатів при коректних значеннях основних критеріїв адекватності моделей: високий коефіцієнт детермінації, відсутність автокореляції за критерієм Дарбіна-Уотсона (*Durbin, Watson, 1951*) [239, с. 282]. Регресійні моделі, зазвичай, лише констатують наявність спільного тренду, а не відображають причинно-наслідкові зв'язки між досліджуваними змінними (*Granger, Newbold, 1974*) [240]. Це обумовлено нестационарністю більшості часових рядів макроекономічних змінних, яка проявляється у залежності їх математичного сподівання, дисперсії та автоковаріації від часу [241]. Зазвичай, стаціонарність часових рядів забезпечується одним із методів усунення тренду, наприклад, за допомогою різниць першого або вищого порядків. Але при переході до регресійних моделей, що базуються на рядах, заданих у різницях (наприклад, перших логарифмічних різницях, які приблизно відповідають темпам приросту), на виході отримуємо лише короткострокової прогностні дані, інформація довгострокового характеру, яка міститься в рівнях відповідних змінних, при цьому втрачається [242] (*Charemza, Deadman, 1992*). Вказана проблема успішно розв'язується за

допомогою нового напрямку економетрії – моделей корекції помилки (*Vector Error Correction Model, VECM*), які включають у рівняння регресії поряд із першими різницями, що відображають короткострокову динаміку, механізм корекції помилки, який характеризує довгострокові економічні ефекти [243]. Перевагою *VECM* є використання інформації в рівнях, приймаючи до уваги причинні взаємозв'язки, а також проблеми нестационарності і значні випадкові збурення рядів даних.

Алгоритм дослідження довгострокових рівноважних механізмів та короткострокових ефектів впливу валютно-монетарних факторів на забезпечення ФСЕ представлено у Додатку 3.

З метою встановлення взаємозв'язків між інструментами ВП, монетарними факторами та показниками фінансового і реального секторів економіки, проведено відповідне групування змінних (див. Додаток 4).

У дослідженні використовуються квартальні дані за 10,5 років (2000:1 – 2011:2) – всього 46 спостережень. За окремими монетарними показниками (*Cor_Ac, Cor_MB, MB_Rate, MB_Cred, OVDP_B, N2, Dol_Dep, Dep_Kred*) аналізуються місячні дані майже за 7 років (2004:12 – 2011:08) – всього 81 спостережень. Інформаційною основою є статистичні матеріали Національного банку [55] та Державної служби статистики України [248].

З метою усунення значної варіації часових рядів їхні значення було прологарифмовано або сезонно згладжено. Перевагою логарифмічних рядів є їх розташування у межах єдиного діапазону – середнього значення. Перші різниці логарифмів є апроксимацією темпів приросту відповідних показників. Їх використання дозволяє краще ідентифікувати модель.

Дослідження причин та наслідків фінансової нестабільності у попередньому розділі показало, що функціонування економіки потенційно погіршується коливаннями цін фінансових активів, яке, в свою чергу, викликає неспроможність фінансових інститутів виконувати свої договірні зобов'язання. В Україні через нерозвинутість фондового ринку та значний рівень доларизації іноземна валюта виступає ключовим фінансовим активом,

а її курс, разом із рівнем інфляції, визначають монетарну стабільність держави [249]. Збільшення волатильності валютного курсу або його падіння, пов'язане зі зміною очікувань інвесторів та спекулятивними атаками, викликає валютну кризу. У разі наявності структурних дисбалансів в країні, продаж золотовалютних резервів чи значне підвищення відсоткових ставок центральним банком, також рано чи пізно приведуть до девальвації національної валюти.

Виходячи з концепцій і теорій валютного курсу, еволюція яких налічує вже майже 100 років (теорії платіжного балансу, макроекономічної рівноваги, паритету купівельної спроможності, гіперреакції валютного курсу, грошової і загальної теорії, моделі П. Кругмана), можна виділити чинники, що впливають на попит і пропозицію на іноземну валюту, а отже, і на динаміку валютного курсу:

1) внутрішні структурні фактори (темпи зростання внутрішнього кредиту, реального ВВП, пропозиції грошей, темпів інфляції, рівень цін і відсоткових ставок, відношення профіциту/дефіциту бюджету до ВВП);

2) міжнародні фактори (показники зовнішнього боргу, золотовалютних резервів, стану платіжного балансу, умови торгівлі);

3) зовнішні фактори (середньозважена ставка відсотку в індустріальних країнах, темпи зростання реального ВВП в країнах Організації економічного співробітництва і розвитку);

4) кон'юнктурні фактори (державне регулювання валютного курсу, ступінь довіри до валюти на національному і світових ринках, спекулятивні потоки капіталів).

Вітчизняні фахівці у своїх дослідженнях підтверджують значну роль як фундаментальних, так і ситуаційних факторів на формування валютного курсу гривні [250], [251],

Економіст Буй Тхе Ву [252] при побудові моделі реального валютного курсу гривні обирає такі входні параметри, як: індекс росту ВВП; частка державних видатків у ВВП; відношення валових міжнародних резервів НБУ

до ВВП; валового зовнішнього боргу; відношення грошового агрегату М2 до індексу споживчих цін.

Для порівняння висновків економічної теорії, сучасних наукових праць та реалій вітчизняної економіки було проведено економетричний аналіз курсоутворюючих факторів та чинників, що впливають на динаміку міжбанківського курсу гривні щодо долара США, номінального та реального ефективного обмінного курсу (НЕОК та РЕОК). У дослідженні використовувалися квартальні та місячні статистичні дані НБУ [55] та Головного управління статистики України [248] за 2000 - 2011 рр.. Обробка даних здійснювалася за допомогою програмних пакетів MS Excel та EViews.

Засобами кореляційного аналізу встановлено суттєву пряму залежність міжбанківського валютного курсу гривні щодо долара США від:

- середньозваженої відсоткової ставки за депозитами у гривні;
- темпів зростання державного боргу України;
- відношення грошової бази (UAH) до золотовалютних резервів (USD);
- рівня доларизації економіки. Цей показник розраховано як відношення суми кредитів та депозитів в іноземній валюті до ВВП.

Крім того, визначена висока обернена залежність курсу від сальдо рахунку фінансових операцій та операцій з капіталом, сальдо платіжного балансу і сальдо державного бюджету України. В умовах слабого розвитку фінансової системи в Україні закономірним видається незначний вплив загальних інструментів монетарної політики (облікова ставка, норма обов'язкових резервів, операції на відкритому ринку) та спеціальних інструментів валютного регулювання (інтервенції, управління офіційними резервами) на кон'юнктуру валютного ринку і динаміку ВК гривні.

Висновки кореляційного аналізу були перевірені тестом Грейнджера на причинно-наслідкові зв'язки для часових рядів міжбанківського курсу UAH/USD (Ex_Rate), РЕОК (REER) та НЕОК (NEER) (див. Додаток 5) з урахуванням лагів 1-6. Це дозволить встановити напрямки та тривалість

зв'язків, доцільність розгляду певних комбінацій факторів у наведених нижче моделях валютного курсу.

Зазначений тест підтвердив значущий вплив (на протязі 5-6 кварталів) змінних REER, NEER, Ex_Rate на поточні значення таких показників:

- реальний ВВП (Gdp_real);
- сальдо зведеного бюджету (Budg);
- відношення грошової бази до валютних резервів (MB_Rez);
- достатність (N2) та рентабельність (BCap_R) банківського капіталу.

Індекси валютного курсу роблять внесок на окремих лагах у формування фінансових та макроекономічних показників для:

- обсягу імпорту (Imp) на 2-5 лагах;
- обсягу експорту (Exp) на лагу 2;
- сальдо фінансового рахунку (Fin_Val) на лагах 2-6 (впливають РЕОК та НЕОК);
- відсоткову ставку за депозитами у гривні (Dep_Rate) на лагах 2-4;
- обсяг операцій з розміщення ОВДП (OVDP) на лагах 3-6.

Двосторонній тривалий зв'язок було встановлено між усіма показниками валютного курсу та такими показниками:

- відношення валового зовнішнього боргу до ВВП (Debt);
- рівень доларизації (частка валютних депозитів) (Dep_FC);
- співвідношенням банківських кредитів та депозитів (Dep_Kred);
- грошова база (MB);
- обсяг золотовалютних резервів (Of_Rez) для NEER та Ex_Rate на лагах 3-6.
- обсяг експорту (Exp) на лагах 3-6;
- відсоткова ставка міжбанківського кредитного ринку (MB_Rate).

Каузальності до рахунку поточних операцій не виявлено.

Тест Грейнджера виявив такі *курсоутворюючі фактори*:

- обсяг золотовалютних резервів (Of_Rez);
- індекс цін виробників (IPC);

- обсягу імпорту (Imp);
- сальдо поточного рахунку – для Ex_Rate на лагах 3, 4;
- обсяг експорту (Exp) – для NEER на лагах 1-3;
- обсяг кредитних ресурсів міжбанківського ринку (MB_Cred);
- залишки на кореспондентських рахунках банків (Cor_Ac);
- частка валютних кредитів у кредитному портфелі банків (Dol_Kred);
- рівень монетизації M2/ВВП – для NEER на лагах 1-5;
- обсяг номінального ВВП (Gdp) – для NEER на лагах 1-6.

Перевіряючи отримані ряди на стаціонарність та провівши необхідне згладжування шляхом логарифмування, взяття перших та сезонних різниць (див. Додаток 4, 5), переходимо до розбудови VAR-моделей шляхом включення для кожної змінної рівняння, яке пояснює динаміку змінної спираючись на власні попередні значення та лагові значення інших змінних. Оскільки надмірна параметризація є недоцільною, нами було проаналізовано декілька векторів ендогенних змінних для VAR-моделей:

- 1) $y_t = (DLEx_Rate_t, DIPC_t, DLOf_Rez_t);$
- 2) $y_t = (DLEx_Rate_t, DLDol_Kr_t, DLDep_Kr_t);$
- 3) $y_t = (dNEER_t, dlDep_R_t, dlCor_Ac_t).$
- 4) $y_t = (DLEx_Rate_t, DLDol_Kr_t, DLDol_Dep_t)$

Оцінка параметрів першої VAR-моделі проведена на підставі місячних даних 2005 – 2011 рр. за показниками міжбанківського курсу UAH/USD ($DLEx_Rate$), індексу цін виробників ($DIPC$) та рівня ЗВП ($DLOf_Rez$). Згідно критерію R^2 , а також критеріїв Акайке та Шварца, найкраще, з точки зору інформативності та кількості параметрів, підходить модель, що враховує лагові змінні протягом чотирьох кварталів. Залишивши тільки статистично значущі параметри, були отримані такі рівняння:

$$DLEx_Rate_t = 1.45 * DLEx_Rate_{t-1} - 0.56 * DLEx_Rate_{t-2} + 0.21 * DLEx_Rate_{t-4} + 0.23 * DLOF_REZ_{t-3} - 0.12 * DLOF_REZ_{t-4} - 0.53 * DIPC_{t-1} + 0.37 * DIPC_{t-2} - 0.28$$

$$DLOF_REZ_t = -0.27 * DLEx_Rate_{t-1} + 0.27 * DLEx_Rate_{t-4} + 1.03 * DLOF_REZ_{t-1}$$

$$DIPC_t = -0.27 * DLEx_Rate_{t-1} + 0.36 * DLEx_Rate_{t-2} + 0.08 * DLOF_REZ_{t-1} - 0.18 * DLOF_REZ_{t-3} + 0.09 * DLOF_REZ_{t-4} + 0.97 * DIPC_{t-1} - 0,13$$

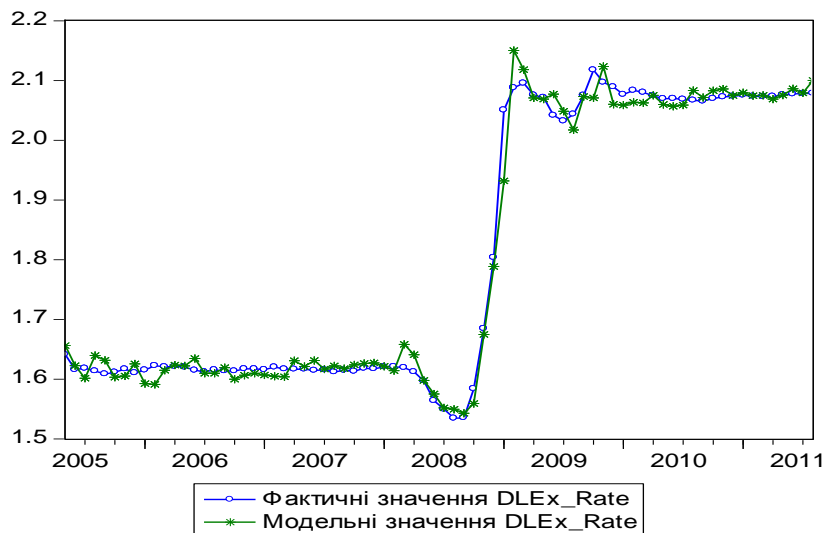


Рисунок 3.7 – Фактичний та розрахований за моделлю міжбанківський курс гривні до долара США

Аналіз графіку (рис.3.7) показує, що модель добре описує фактичні дані, що підтверджує її прогностичні властивості.



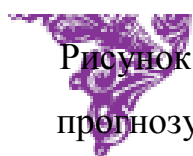
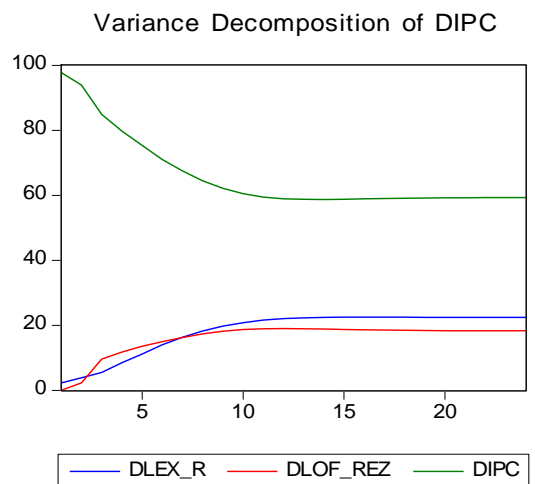
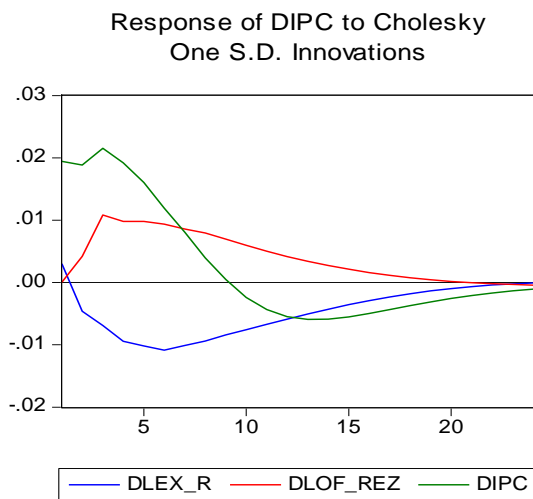
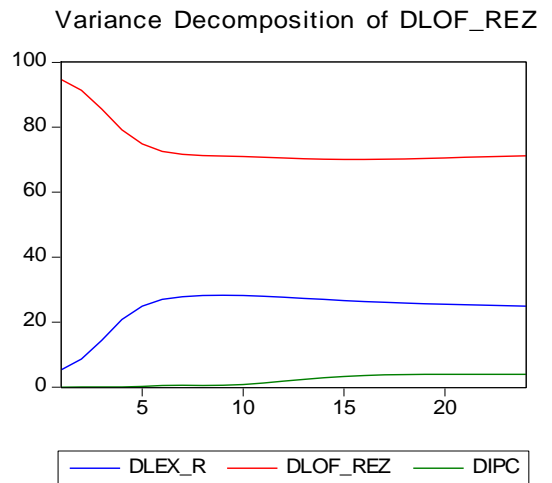
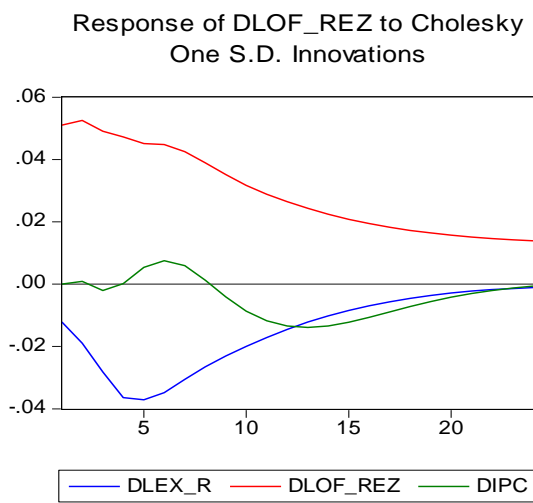
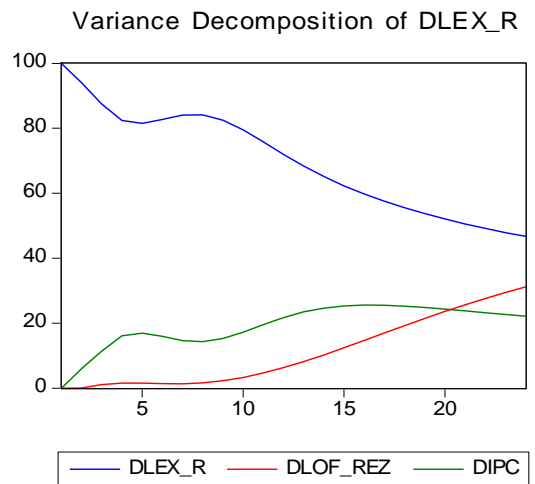
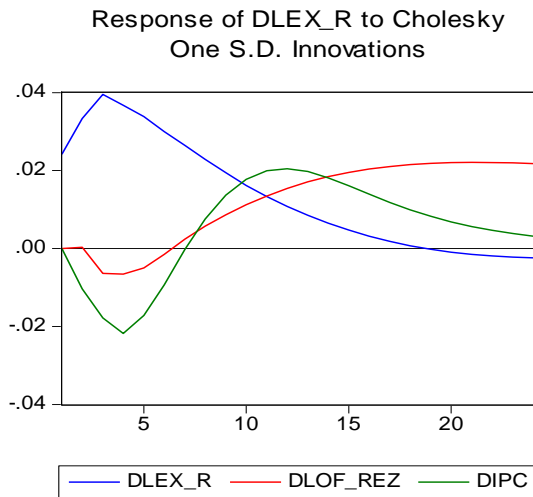


Рисунок 3.8 – Функції реакції на імпульси та декомпозиція дисперсій прогнозу для міжбанківського валютного курсу (DLEX_R), валютних резервів (DLOF_REZ) та індексу цін виробників (DIPC)

Аналіз першої VAR- моделі на підставі відгуків на імпульсні функції та декомпозицію варіації на 24 прогнозні періоди (2 роки) (див. рис. 3.8) показує, що найбільше на динаміку валютного курсу впливає власний шок у одне стандартне відхилення, яке призводить до девальвації національної валюти до 4 % у першому прогнозному кварталі, стабілізація курсу досягається за 1,5 роки. Підвищення на одне стандартне відхилення валютних резервів та рівня інфляції у першому кварталі призводить до незначної ревальвації національної валюти на 1% та 2% відповідно, але вже з другого кварталу тенденція змінюється на зворотню – валютний курс знецінюється на 2% (сумарно з відхиленням 1 кварталу на 4%) до кінця прогнозного року, стабілізація курсу внаслідок шоку у індексі цін виробників настає наприкінці другого року. Графік декомпозиції помилок прогнозу для Ex_Rate показує, що коливання золотовалютних резервів НБУ на другому прогнозному році вносять у варіацію валютного курсу від 8 до 30%. Індекс цін виробників спричинює 18% помилок прогнозу валютного курсу вже на 5 місяці, 26% на 15 місяці і 22% наприкінці другого прогнозного року.

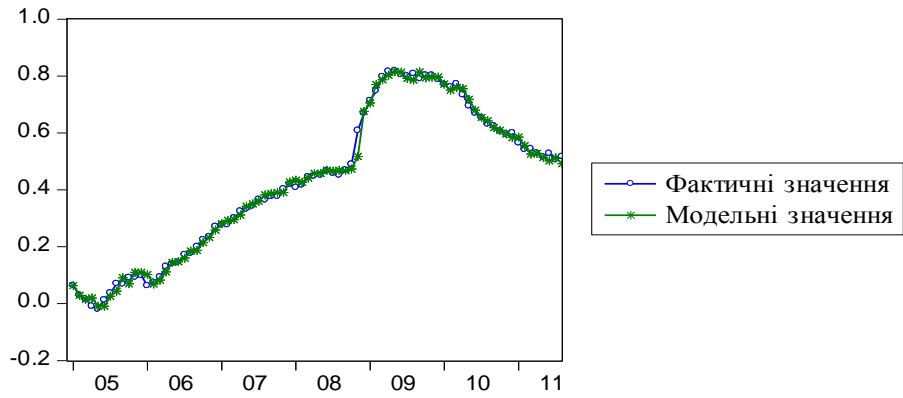
Для другого вектору ендогенних змінних, що базується на місячних (дані за 2005 – 2011 рр.) параметрах міжбанківського валютного курсу (DLEX_R), рівня доларизації кредитів, виданих комерційними банками (DLDOL_KR) та співвідношення банківських кредитів і депозитів (DLDEP_KR) було побудовано VAR-модель, що враховує лагові змінні протягом трьох кварталів:

$$DLEX_R = 0.7 * DLDOL_KR_{t-1} - 0.59 * DLDOL_KR_{t-2} + 1.14 * DLEX_R_{t-1} + 0.24 * DLDEP_KR_{t-1} - 0.34 * DLDEP_KR_{t-3} + 0.91$$

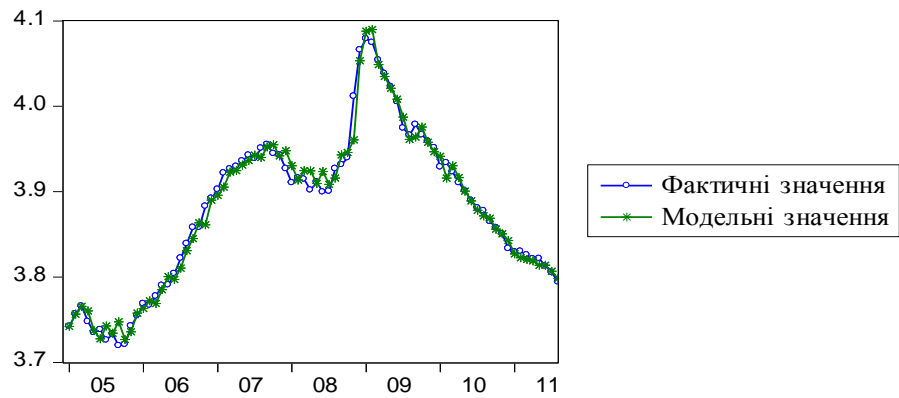
$$DLDOL_KR = 1.11 * DLDOL_KR_{t-1} - 0.3 * DLDOL_KR_{t-2} - 0.17 * DLEX_R_{t-2} + 0.15 * DLDEP_KR_{t-1} + 0.62$$

$$DLDEP_KR = -0.7 * DLDOL_KR_{t-2} + 0.49 * DLDOL_KR_{t-3} + 0.19 * DLEX_R_{t-1} + 1.08 * DLDEP_KR_{t-1}$$

Відношення кредитів до депозитів КБ



Частка валютних кредитів в кредитному портфелі КБ



Міжбанківський курс UAH/USD

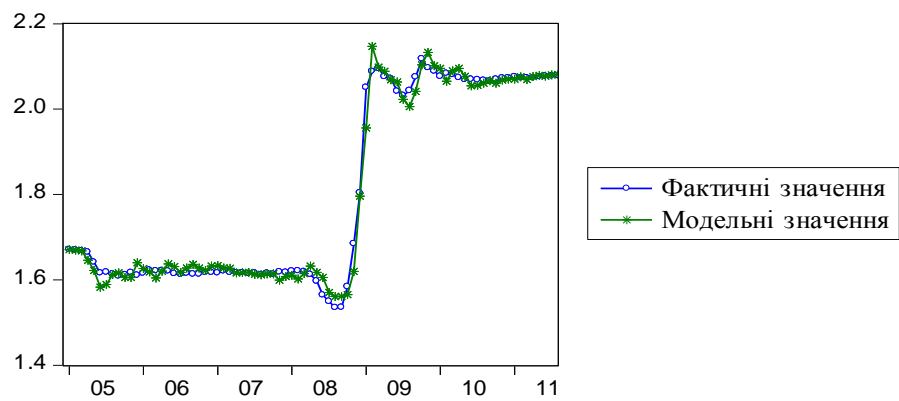


Рисунок 3.9 – Фактичні та розраховані за моделлю значення $dIDep_Kr$, $dIDol_Kr$, $dIEx_R$

Функції імпульсних відгуків, представлені на рис. 3.10, демонструють адекватні як з економічної, так і економетричної точки зору результати. Дійсно, валютний курс знецінюється на протязі перших 5-7 місяців як внаслідок власного шоку, так і через збільшення на одне стандартне відхилення частки валютних кредитів в структурі кредитного портфелю комерційних банків ($dldol_kr$) та через зростання диспропорцій між кредитами та депозитами банківської системи ($dldep_kr$). При цьому підтверджується негативний вплив знецінення валютного курсу на зазначені вище показники.

Графік декомпозиції дисперсій валютного курсу (рис. 3.10) вказує на вагомий внесок у його коливання на прогностному періоді показника $dldep_kr$ (до 40%); змінна $dldol_kr$ спричинює 35% коливань курсу у 3-4 місяцях, в кінці другого року – 18%. В той же час показник валютного курсу визначає до 55% коливань валютних кредитів та до 32% коливань співвідношення кредитів та депозитів банківської системи.



State Higher Educational Institution
UKRAINIAN ACADEMY OF BANKING
OF THE NATIONAL BANK OF UKRAINE
Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ"
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

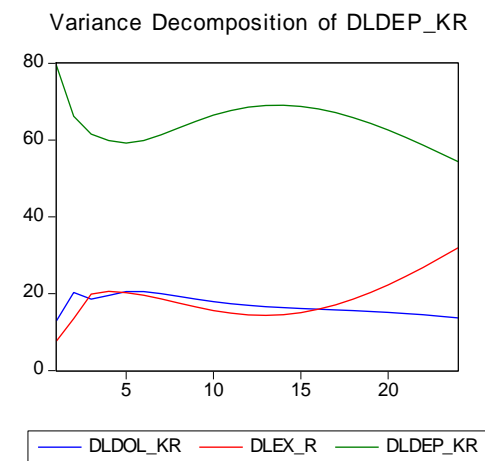
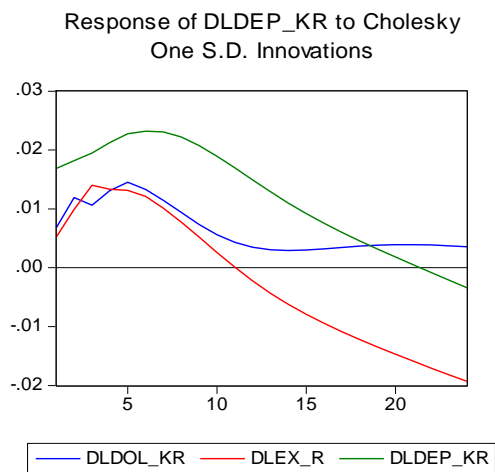
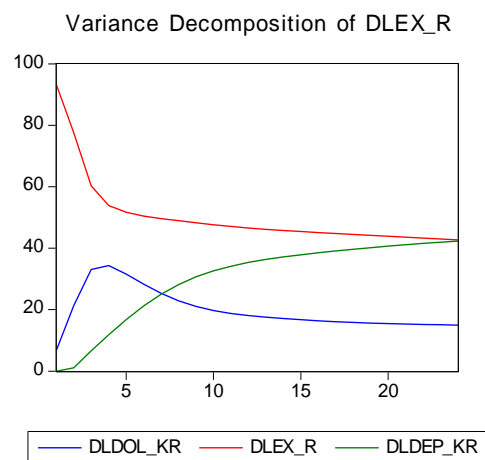
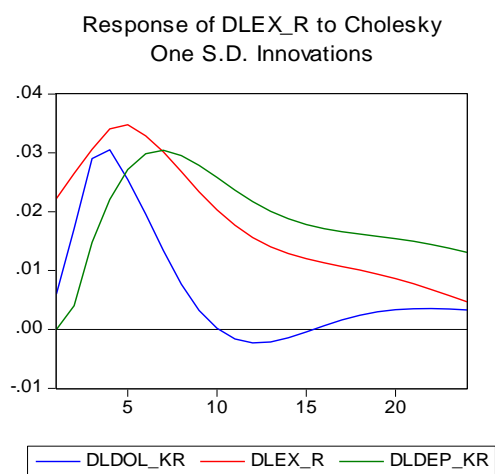
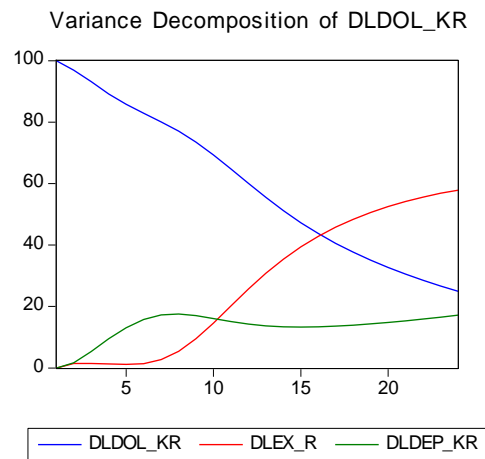
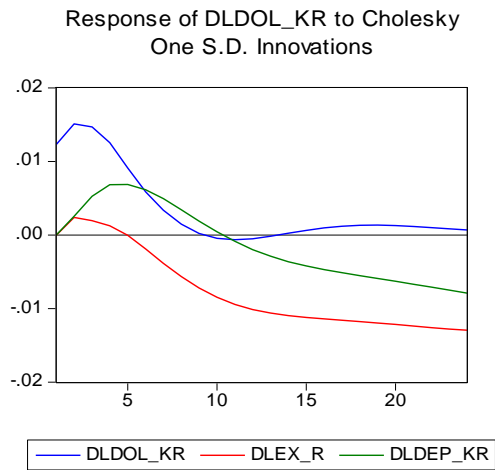


Рисунок 3.10 – Функції реакції на імпульси та декомпозиція дисперсій прогнозу для міжбанківського валютного курсу ($DLEX_R$), частки кредитів в іноземній валюті ($DLDOL_KR$), співвідношення кредитів та депозитів банківської системи ($DLDEP_KR$)

Вектор ендогенних змінних для третьої VAR-моделі включає часові ряди НЕОК ($dNEER$), відсоткової ставки за депозитами в національній валюті ($dlDep_R$) та залишків на коррахунках комерційних банків ($dlCor_Ac$). На підставі місячних даних 2005 – 2011 рр. було побудовано статистично значущу модель другого порядку (кількість лагів = 2):

$$DNEER = -0.02*DLDEP_R(-1) - 0.04*DLCOR_AC(-2) + 1.31*DNEER(-1) - 0.36*DNEER(-2) + 0.36$$

$$DLDEP_R = 1.12*DLDEP_R(-1) + 0.09*DLCOR_AC(-2) - 0.74*DNEER(-1) + 0.78*DNEER(-2)$$

$$DLCOR_AC = 0.13*DLDEP_R(-1) + 0.6*DLCOR_AC(-1) - 0.35*DNEER(-2) + 2.48$$

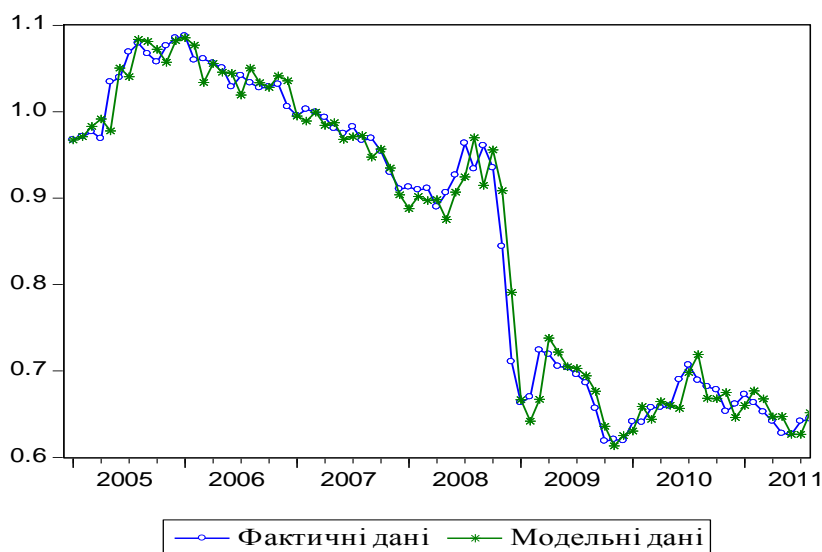


Рисунок 3.11 – Фактичний та розрахований за моделлю курс НЕОК

Аналіз імпульсних функцій третьої VAR-моделі, представлений на рис. 3.12, показує, що внаслідок шоків (збільшення на одне стандартне відхилення) у залишках на коррахунках комерційних банків та у відсоткових ставках за депозитами у національній валюті НЕОК гривні падає. У відповідь на збільшення НЕОК депозитна ставка зменшується у перші 3-4 місяці, потім поступово зростає; відгук сальдо коррахунків банків на відповідне збільшення відсутній. Вагомий внесок у формування прогнозу НЕОК існує лише з боку залишків на коррахунках банків, що підтверджує графік декомпозиції дисперсії (рис. 3.13). Розуміючи цей факт, останнім часом Національний банк свідомо вживає регуляторні дії щодо їх зменшення з

метою обмеження спекулятивних операцій комерційних банків, що в свою чергу провокує кризу ліквідності та зростання депозитних ставок.

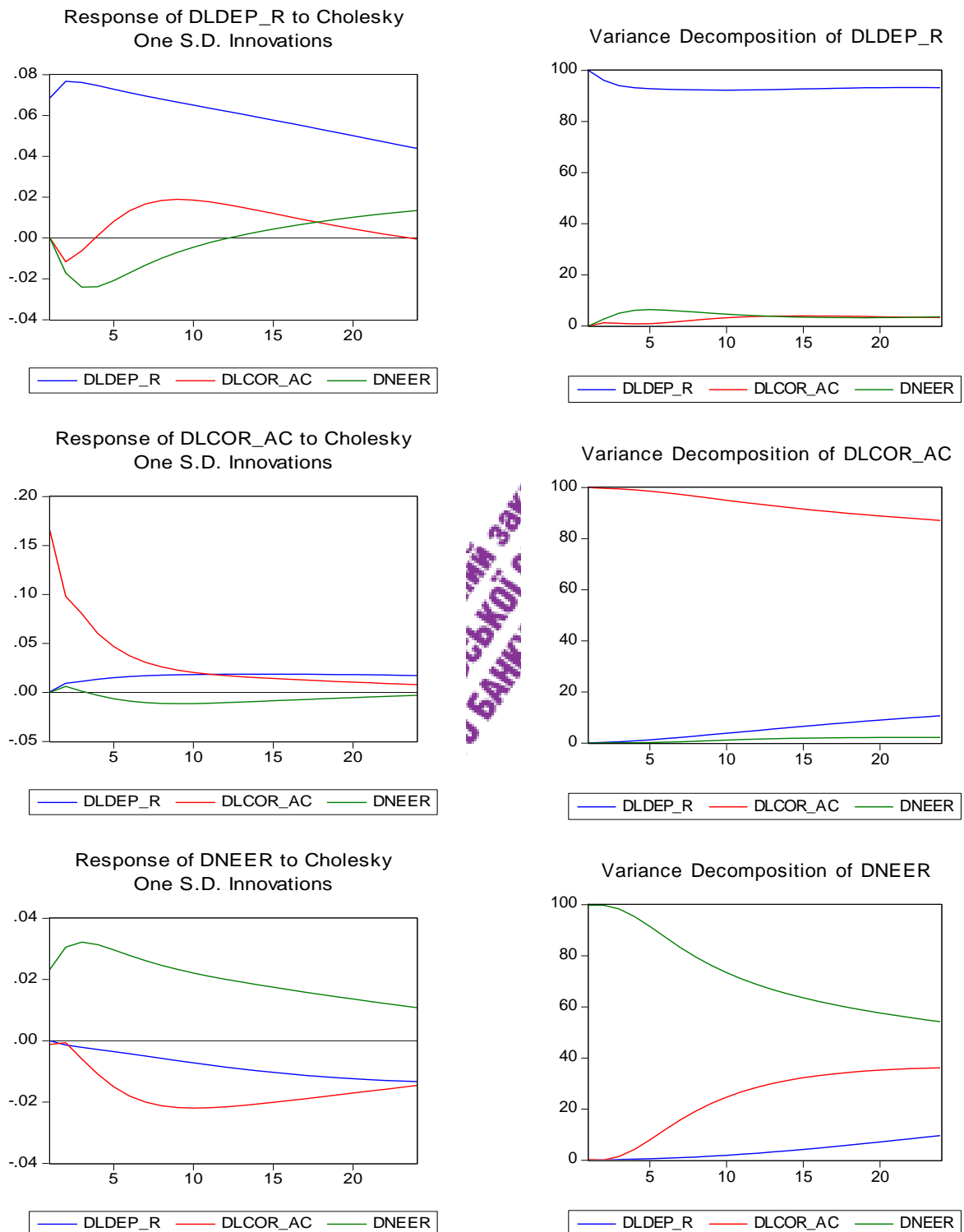


Рисунок 3.12 – Функції реакції на імпульси та декомпозиція дисперсій прогнозу для НЕОК (*DNEER*), відсоткової ставки за депозитами у національній валюті (*DLDEP_R*) та залишків коррахунків КБ (*DLCOR_AC*)

Четверта VAR-модель оцінює залежності міжбанківського курсу UAH/USD ($DLEX_Rate$), рівня доларизації банківських кредитів ($DLDoI_Kr$) та депозитів ($DLDoI_Dep$). На підставі місячних даних 2005 – 2011 рр. було побудовано модель, що враховує лагові змінні протягом трьох кварталів.

$$DLEX_R = 1.32DLEX_R_{t-1} - 0.26DLEX_R_{t-2} + 1.17DLDoI_KR_{t-1} - 1.1DLDoI_KR_{t-2} - 0.03DLDoI_Dep_{t-1} - 0.07*DLDoI_Dep_{t-2} - 0.01$$

$$DLDoI_KR = 0.09DLEX_R_{t-1} - 0.11DLEX_R_{t-2} + 1.41DLDoI_KR_{t-1} - 0.42DLDoI_KR_{t-2} - 0.11DLDoI_Dep_{t-1} + 0.11*DLDoI_Dep_{t-2} + 0.09$$

$$DLDoI_DEP = 0.4DLEX_R_{t-1} - 0.33DLEX_R_{t-2} + 0.58DLDoI_KR_{t-1} - 0.58DLDoI_KR_{t-2} + 0.77*DLDoI_DEP(-1) + 0.09*DLDoI_DEP(-2) + 0.35$$

Аналіз функцій імпульсних відгуків (рис. 3.13) показує, що рівень фінансової доларизації як за виданими кредитами, так і за залученими депозитами збільшується при знеціненні (підвищенні на одне стандартне відхилення) валютного курсу у перші 6 місяців і стабілізується протягом наступних 1,5 років. При цьому вплив показників фінансової доларизації на валютний курс є різноплановим: курс підвищується при збільшенні кредитів в іноземній валюті та укріплюється при зростанні валютних депозитів.

Графік декомпозиції дисперсій валютного курсу (рис. 3.13) засвідчує вагомий внесок девальваційної динаміки міжбанківського валютного курсу у збільшення рівня доларизації банківської системи.



UKRAINE

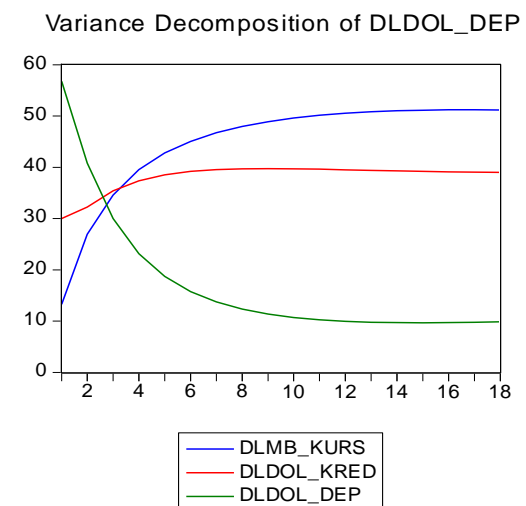
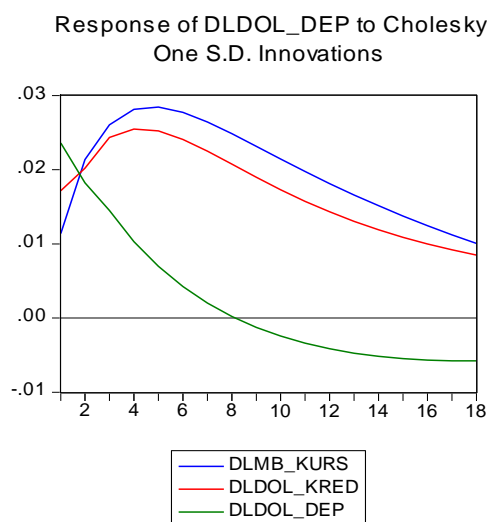
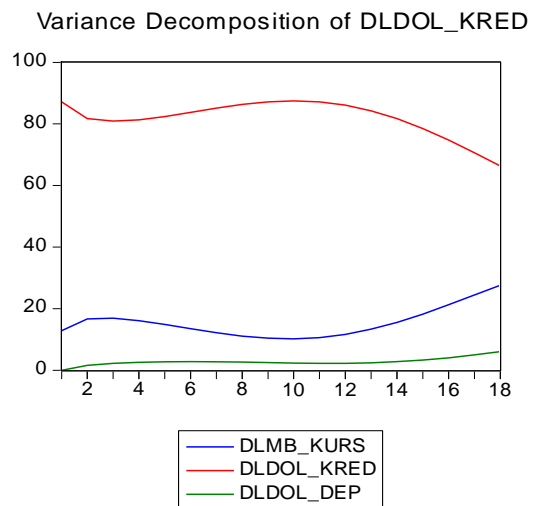
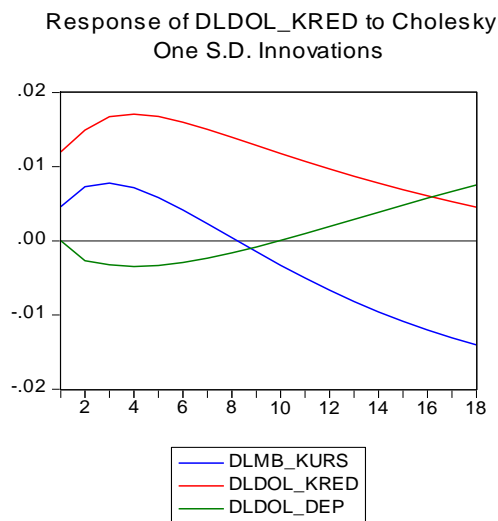
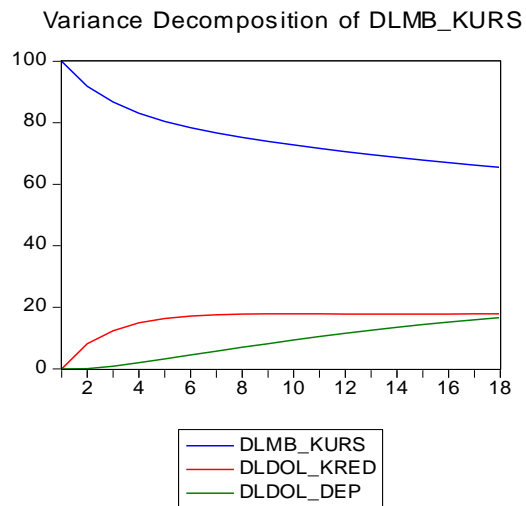
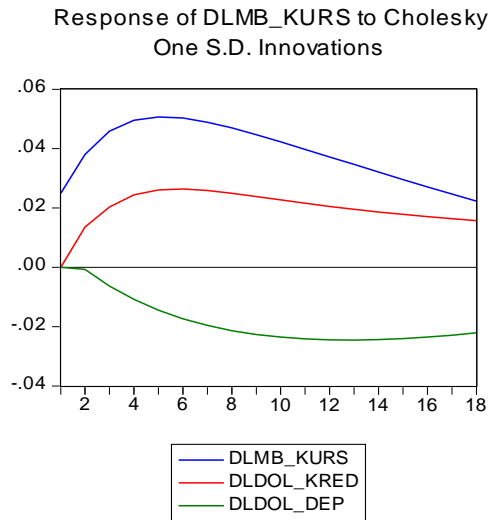


Рисунок 3.13 – Функції реакції на імпульси та декомпозиція дисперсій помилок прогнозу для валютного курсу (DLEX_R) та показників фінансової доларизації (DLDOL_KRED) та (DLDOL_DEP)

Проведене дослідження встановило суттєвий зв'язок між валютним курсом гривні до долара США та рівнем доларизації, ЗВР, відсотковою ставкою за депозитами в національній валюті, залишками на коррахунках комерційних банків, балансових співвідношень банківської системи та індексом цін виробників. На підставі узагальнення розглянутих вище каузальних зв'язків та авторегресійних моделей визначено фактори, які підвищують тиск на ВК в Україні:

- 1) погіршення умов торгівлі та рахунку поточних операцій;
- 2) переоціненість реального валютного курсу;
- 3) збільшення зовнішнього та державного боргу;
- 4) зменшення золотовалютних резервів НБУ в умовах зростання гривневої грошової маси;
- 5) надмірне зростання кредитування в умовах падіння ВВП;
- 6) негативні девальваційні та інфляційні очікування економічних суб'єктів.

При цьому підтверджено суттєвий прямий та опосередкований (через зв'язок з монетарними факторами) вплив ключових важелів ВП: ВК та ЗВР на прогнозну динаміку показників фінансового та реального секторів економіки, стан державних фінансів та зовнішню збалансованість.



3.3 Прогнозування результативності валютно-монетарних важелів

Проведене дослідження індикаторів та ризиків ФСЕ підтвердило істотний вплив валютно-монетарних важелів (див. 3.1, 3.2) на збалансованість реального та фінансового секторів національної економіки. Подальшим кроком є виявлення довгострокових зв'язків між визначеними змінними. Згідно алгоритму, викладеному у п. 3.2 даної роботи, значимі часові ряди було перевірено на стаціонарність та коінтеграцію. Встановлення стаціонарності за допомогою *ADF*-тесту показало, що більшість рядів є нестаціонарними (*DS*) та інтегрованими першого порядку *I(1)*, а їх перші різниці є стаціонарними (*TS*) та інтегрованими нульового порядку *I(0)* (див. Додаток 5). На підставі тесту Йохансена для часових рядів, що мають однаковий порядок інтегрованості, було виявлено наступні статистично значущі на 5% рівні коінтеграційні вектори.

Таблиця 3.7 Коінтеграційні вектори, що встановлюють довгострокові зв'язки між змінними фінансового та реального секторів

Змінні і напрямок зв'язку	Коінтеграційний вектор	№ рівня	Коеф-т корекції помилки
<i>1. Коінтеграційні вектори на базі міжбанківського курсу UAH/USD, реального та номінального ефективних курсів гривні</i>			
reer ↔ debt	$ECM_{debt} = debt_sa(-1) + 1,24reer(-1) - 0,02TREND - 1,42$	1	-0,43
	$ECM_{reer} = debt_sa(-1) + 1,24reer(-1) - 0,02TREND - 1,42$		-0,30
neer ↔ debt	$ECM_{debt} = debt_sa(-1) + 1,64neer(-1) - 2,13$	2	-0,41
	$ECM_{neer} = debt_sa(-1) + 1,64neer(-1) - 2,13$		-0,22
neer → budg	$ECM_{budg} = budg_sa(-1) - 11,81neer(-1) + 11,78$	3	-0,60
	$ECM_{neer} = budg_sa(-1) - 11,81neer(-1) + 11,78$		-0,01
exrate → budg	$ECM_{budg} = budg_sa(-1) + 12,54lexrate(-1) - 21,61$	4	-0,80
	$ECM_{exrate} = budg_sa(-1) + 12,54lexrate(-1) - 21,61$		-0,01
exrate → dolar, m2_gdp → exrate, dolar	$ECM_{exrate} = m2_gdp_sa(-1) - 0,75ldolar(-1) + 0,41lexrate(-1)$	5	-0,38
	$ECM_{dolar} = m2_gdp_sa(-1) - 0,75ldolar(-1) + 0,41lexrate(-1)$		-0,12
	$ECM_{m2_gdp} = m2_gdp_sa(-1) - 0,75ldolar(-1) + 0,41lexrate(-1)$		-0,54

Змінні і напрямок зв'язку	Коінтеграційний вектор	№ рівня	Коеф-т корекції помилки
exrate↔mb	$ECM_{exrate} = ex_rate(-1) + 5,97lmb(-1) - 0,43TREND - 62,03$	6	-0,07
	$ECM_{mb} = ex_rate(-1) + 5,97lmb(-1) - 0,43TREND - 62,03$		-0,05
exrate→ rez_imp	$ECM_{exrate} = rez_imp(-1) + 0,75lexrate(-1) - 0,04TREND - 1,84$	7	-0,15
	$ECM_{rez_imp} = rez_imp(-1) + 0,75lexrate(-1) - 0,04TREND - 1,84$		-0,46
exrate→N2	$ECM_{N2} = ln2(-1) - 0,75lex_rate(-1) - 1,45$	8	-0,19
	$ECM_{exrte} = ln2(-1) - 0,75lex_rate(-1) - 1,45$		-0,04
exrate→ gdp_real	$ECM_{gdp_real} = gdp_real(-1) + 0,07lex_rate(-1) - 1,18$	9	-0,64
			-0,06
2. Коінтеграційні вектори з показниками монетарної стабільності			
rez_imp↔ dolar	$ECM_{rez_imp} = rez_imp(-1) - 0,6ldolar(-1) + 0,62$	10	-0,72
	$ECM_{dolar} = rez_imp(-1) - 0,6ldolar(-1) + 0,62$		-0,15
rez_imp↔ m2_gdp	$ECM_{rez_imp} = rez_imp(-1) - 0,58m2_gdp_sa(-1) - 0,55$	11	-0,51
	$ECM_{m2_gdp} = rez_imp(-1) - 0,58m2_gdp_sa(-1) - 0,55$		-0,17
rez_imp↔ g_debt	$ECM_{rez_imp} = rez_imp(-1) + 0,21lg_debt(-1) - 0,03TREND - 1,39$	12	-0,69
	$ECM_{g_debt} = rez_imp(-1) + 0,21lg_debt(-1) - 0,03TREND - 1,39$		-0,47
mb_rez→ipc mb_rez↔isc ↔ ipc	$ECM_{isc} = isc_sa(-1) - 0,67ipc_sa(-1) + 0,07lmb_rez(-1) - 0,45$	13	-0,79
	$ECM_{ipc} = isc_sa(-1) - 0,67ipc_sa(-1) + 0,07lmb_rez(-1) - 0,45$		-0,44
	$ECM_{mb_rez} = isc_sa(-1) - 0,67ipc_sa(-1) + 0,07lmb_rez(-1) - 0,45$		-0,45
ipc↔ gdp_real	$ECM_{gdp_real} = gdp_real(-1) + 0,87ipc_sa(-1) - 1,99$	14	-0,58
	$ECM_{ipc} = gdp_real(-1) + 0,87ipc_sa(-1) - 1,99$		-0,27
ipc↔ m2_gdp	$ECM_{ipc} = ipc_sa(-1) - 0,22m2_gdp_sa(-1) + 0,005TREND - 0,88$	15	-0,44
	$ECM_{m2_gdp} = ipc_sa(-1) - 0,22m2_gdp_sa(-1) + 0,005TR - 0,88$		-0,97
3. Коінтеграційні вектори з іншими монетарними показниками			
m2_gdp→ gdp_real	$ECM_{gdp_real} = gdp_real(-1) - 0,14m2_gdp_sa(-1) + 0,008TREND - 1,02$	16	-0,65
	$ECM_{m2_gdp} = gdp_real(-1) - 0,14m2_gdp_sa(-1) + 0,008TREND - 1,02$		-0,38
dep_fc↔ gdp_real	$ECM_{gdp_real} = gdp_real(-1) + 0,83dep_fc(-1) - 1,35$	17	-0,76
	$ECM_{dep_fc} = gdp_real(-1) + 0,83dep_fc(-1) - 1,35$		-0,12

Розглянемо довгострокові зв'язки, які існують між монетарними та макроекономічними показниками. Наведені моделі є динамічно стабільними оскільки коефіцієнти зворотнього зв'язку (коефіцієнти корекції помилки), які

вимірюють швидкість корегування показників при відхиленні від довгострокової рівноваги, мають правильні знаки.

Перші два коінтеграційних рівняння (рівн. 1, 2 таблиці 3.7) $reer \leftrightarrow debt$ та $neer \leftrightarrow debt$ встановлюють довгострокові зв'язки між РЕОК, НЕОК та рівнем зовнішнього боргу. Значення рівнів часових рядів з 1 кварталу 2000 р. по 2 квартал 2011 р. представлені нижче.

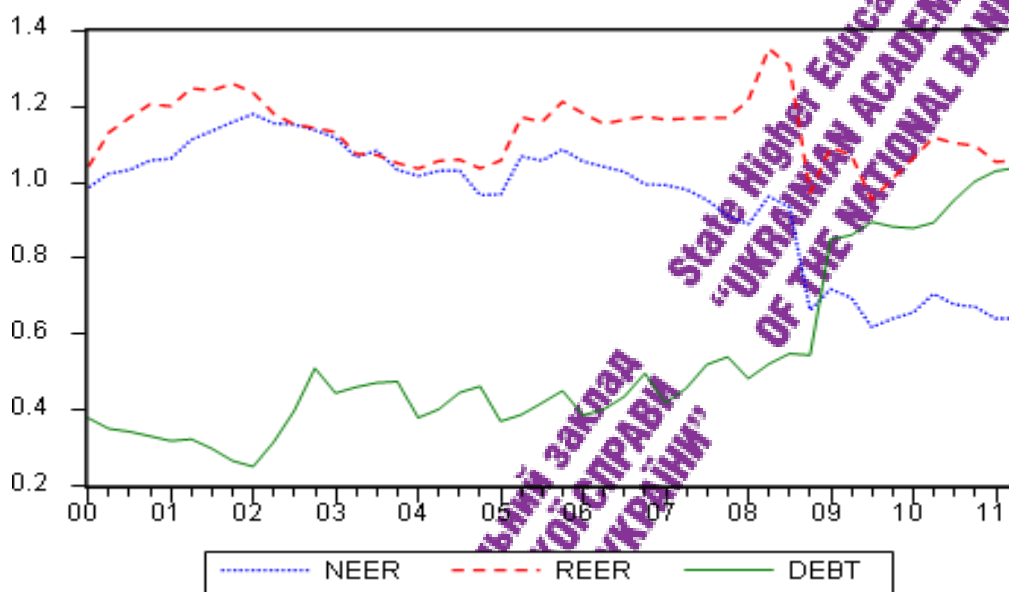


Рисунок 3.14 – Динаміка рядів РЕОК, НЕОК та зовнішнього боргу/ВВП

Аналіз коефіцієнтів корекції помилки зазначених коінтеграційних рівнянь з таблиці 3.7 показує:

- швидкість повернення відношення зовнішнього боргу до ВВП ($debt$) при відхиленні від своєї довгострокової траєкторії, обумовленої динамікою індексів реального та номінального ефективних обмінних курсів гривні ($reer$ та $neer$) дорівнює 0,43 та 0,41 (рівняння 1 та 2 відповідно). Це означає, що для повернення боргу на свою рівноважну траєкторію при відхиленні через шок РЕОК та НЕОК знадобиться приблизно 2,5 квартали

- швидкість відновлення довгострокової рівноваги індексів реального та номінального курсів гривні по відношенню до валют країн – торговельних партнерів $reer$ та $neer$, коливання яких обумовлені динамікою рівня зовнішнього боргу ($debt$), становить 0,30 (рівняння 1) та 0,22 (рівняння 2), що

вказує на корегування показників на протязі 3,5 кварталів (1:0,30) та 4,5 кварталів (1:0,22) відповідно.

При цьому коінтеграційні співвідношення для зовнішнього боргу мають наступний вигляд:

$$debt_t = -1,238reer_t + 0,025t + 1,42 \quad (3.1)$$

(2,829) (-6,685)

$$debt_t = -1,644neer_t + 2,129 \quad (3.2)$$

(9,11) (-11,524)

В дужках під коефіцієнтами наведені значення *t*-статистики. Отримані співвідношення як з економічної, так і з економетричної точки зору є адекватними. Знаки і значення змінних узгоджуються з теоретичними передумовами, покладеними в основу моделей.

Коефіцієнти рівнянь (3.1, 3.2) дозволяють інтерпретувати вплив валютного курсу на динаміку зовнішнього боргу для періоду, що досліджується (2000:1– 2011:2). Еластичність боргу (*debt*) від РЕОК (*reer*) становить -1,24 (3.1). Зростання НЕОК (*neer*) на 1% приводить до зменшення зовнішнього боргу у середньому на 1,64% (3.2).

Наявність коінтеграції між змінними дозволяє оцінювати модель корекції помилок (VEC), яка відображає не тільки довгострокову динаміку, а й короткострокову поведінку досліджуваних показників. VEC-моделі перших двох коінтеграційних рівнянь мають такий вигляд:

$$D(DEBT_SA) = -0.30*(DEBT_SA(-1) + 1.238*REER(-1) - 0.0247*@TREND(01Q4) - 1.42) + 0.009*D(DEBT_SA(-1)) + 0.19*D(DEBT_SA(-2)) - 0.098*D(DEBT_SA(-3)) - 0.125*D(DEBT_SA(-4)) + 0.074*D(DEBT_SA(-5)) + 0.247*D(DEBT_SA(-6)) - 0.306*D(REER(-1)) - 0.021*D(REER(-2)) + 0.169*D(REER(-3)) + 0.244*D(REER(-4)) - 0.044*D(REER(-5)) - 0.025*D(REER(-6)) + 0.011$$

$$D(REER) = -0.426*(DEBT_SA(-1) + 1.238*REER(-1) - 0.0247*@TREND(01Q4) - 1.42) - 0.948*D(DEBT_SA(-1)) - 0.181*D(DEBT_SA(-2)) + 0.533*D(DEBT_SA(-3)) - 0.565*D(DEBT_SA(-4)) - 0.162*D(DEBT_SA(-5)) + 0.223*D(DEBT_SA(-6)) + 0.332*D(REER(-1)) - 0.733*D(REER(-2)) - 0.252*D(REER(-3)) + 0.263*D(REER(-4)) - 0.137*D(REER(-5)) - 0.262*D(REER(-6)) + 0.015$$

$$D(DEBT_SA) = -0.41*(DEBT_SA(-1) + 1.644*NEER(-1) - 2.129) +$$

$$0.039*D(DEBT_SA(-1)) - 0.0005*D(DEBT_SA(-2)) - 0.184*D(DEBT_SA(-3)) + 0.025*D(DEBT_SA(-4)) + \\ 0.007*D(DEBT_SA(-5)) + 0.148*D(DEBT_SA(-6)) - 0.268*D(NEER(-1)) + 0.153*D(NEER(-2)) + \\ 0.214*D(NEER(-3)) + 0.253*D(NEER(-4)) + 0.189*D(NEER(-5)) + 0.148*D(NEER(-6))$$

$$D(NEER) = - 0.218*(DEBT_SA(-1) + 1.644*NEER(-1) - 2.129) - 0.608*D(DEBT_SA(-1)) - \\ 0.176*D(DEBT_SA(-2)) + 0.304*D(DEBT_SA(-3)) - 0.132*D(DEBT_SA(-4)) - 0.018*D(DEBT_SA(-5)) - \\ 0.039*D(DEBT_SA(-6))+0.231*D(NEER(-1))-0.451*D(NEER(-2))+0.13*D(NEER(-3))+0.419*D(NEER(-4))+ \\ 0.184*D(NEER(-5)) - 0.063*D(NEER(-6))$$

Оскільки аналіз оцінених коефіцієнтів рівнянь, які ілюструють короткострокові ефекти, не застосовується для VAR і VEC моделей, для їх пояснення використаємо функції імпульсних відгуків і декомпозиції дисперсій. Результати досліджень свідчать про щільний взаємозв'язок між змінними моделей і про стабільність систем у короткостроковій перспективі, бо всі показники демонструють схожі реакції на зміни будь-якого показника всередині системи.

Функції імпульсних відгуків, що визначаються на підставі VAR та VEC-моделей, надають інформацію щодо характеру зв'язку між досліджуваними змінними за межами статистичної вибірки. Для цього припускається, що усі змінні в період часу $t=0$ дорівнюють нулю, після чого оцінюються реакції змінних на шоки почергового збільшення усіх показників на одиницю (одне стандартне відхилення). Графіки функцій імпульсних відгуків, розрахованих на підставі VECM, не містять довірчих інтервалів, які є доступними у VAR-моделях. Їх інтерпретація теж різниться. На відміну від функцій імпульсного шоку VAR-моделей, не всі імпульсні відгуки VECM наближаються до нуля з плином часу, оскільки шоки мають постійний ефект на часові ряди з одиничним коренем. На рис. 3.15 представлені графіки, що характеризують функції імпульсних відгуків для індексів валютного курсу (РЕОК та НЕОК) та показника відношення зовнішнього боргу до ВВП на протязі 8 кварталів. Аналіз відповідних функцій підтверджує висновки економічних теорій щодо взаємозв'язку між валютним курсом та рівнем зовнішнього боргу [2], [3].

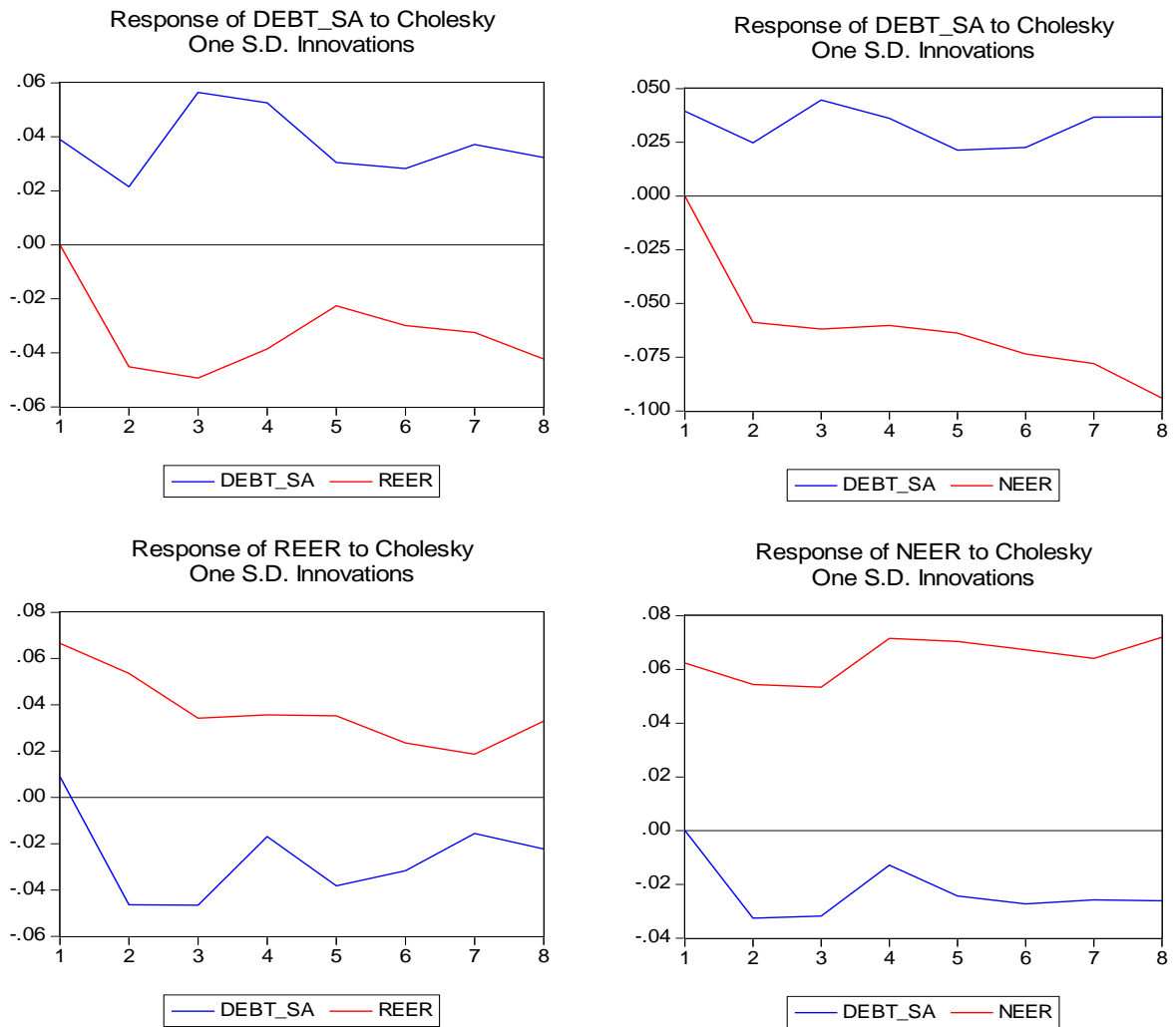


Рисунок 3.15 – Функції реакції на імпульси для РЕОК (*REER*), НЕОК (*NEER*) та відношення зовнішнього боргу до ВВП (*DEBT*)

Зменшення індексів реального та номінального ефективного валютного курсу внаслідок збільшення зовнішнього боргу країни відбувається через збільшення попиту на іноземну валюту для погашення такої заборгованості, що за незмінної пропозиції валюти веде до девальвації національної грошової одиниці. Зниження відношення зовнішнього боргу до ВВП внаслідок посилення курсу національної валюти пояснюється балансовими ефектами переоцінки заборгованості та зменшенням відповідних платежів з його погашення.

Альтернативний спосіб аналізу оціненої VEC-моделі є розкладання дисперсії помилок прогнозу на вклади від різних імпульсів у часі (рис.3.16).

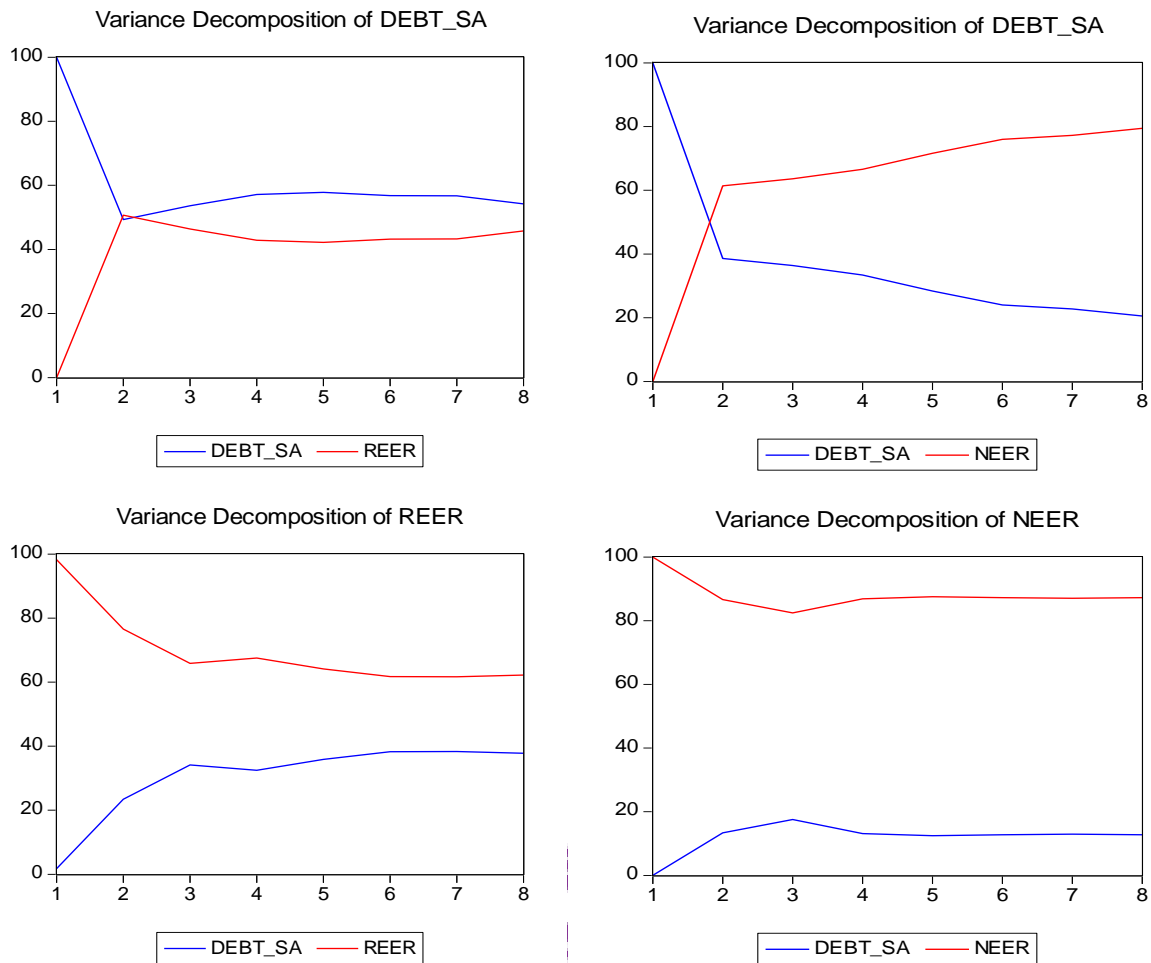


Рисунок 3.16 – Декомпозиція дисперсій помилок прогнозу
індексів *REER*, *NEER* та *DEBT*

З рис. 3.16 видно, що помилки у дворічному прогнозі рівня зовнішнього боргу приходяться на шоки *Reer* та *Neer*. Починаючи з другого кварталу близько 50% непередбачених змін у показнику *Debt* відбувається завдяки імпульсам *Reer*, решта – через зміни у самому борзі. Найбільшу невизначеність у прогноз боргу вносить *Neer*, який пояснює від 60% до 80% варіації боргу. Що стосується індексів валютного курсу, то для *Reer* 30-40% помилок прогнозу приходяться на шоки *Debt*; для *Neer* цей показник становить лише 15% на всьому прогнозному інтервалі, починаючи з другого кварталу, більшість же помилок пояснюється власними шоками. Квартальна інформація щодо внеску факторів у прогнози інших показників наведена у таблиці 3.8.

Таблиця 3.8 Декомпозиція дисперсій помилок прогнозу (%) показників валютного курсу (РЕОК та НЕОК) та відношення зовнішнього боргу до ВВП

Показник	Період	NEER	REER	Debt
НЕОК (NEER)	1	100,0		0,0
	2	86,0		14,0
	3	82,0		18,0
	4	87,0		13,0
	8	87,0		13,0
РЕОК (REER)	1		100,0	0,0
	2		76,0	24,0
	3		66,0	34,0
	4		68,0	32,0
	8		62,0	38,0
Зовнішній борг/ВВП (Debt)	1	0,0	0,0	
	2	61,0	50,0	
	3	63,0	47,0	
	4	65,0	43,0	
	8	78,0	49,0	

Наступні два коінтеграційні рівняння (рівн. 3, 4 таблиці 3.7) $Neer \rightarrow Budg$ та $Ex_Rate \rightarrow Budg$ встановлюють довгострокові зв'язки між НЕОК, міжбанківським курсом UAH/USD та відношенням сальдо зведеного бюджету до ВВП. На рис. 3.17 представлені значення рівнів часових рядів з 1 кварталу 2000 р. по 2 квартал 2011 р..

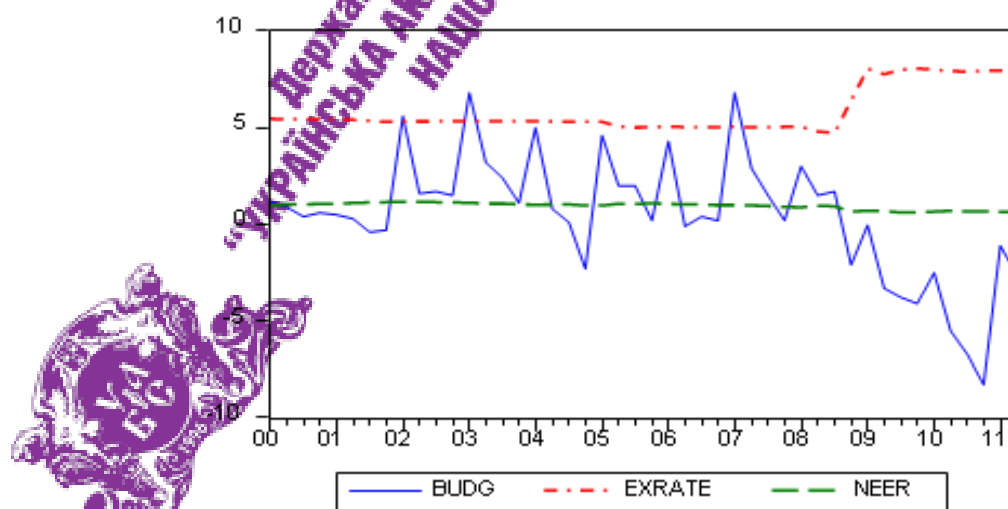


Рисунок 3.17 – Динаміка часових рядів $NEER$, EX_RATE та $BUDG$

Коінтеграційні співвідношення для показника *budg* мають наступний вигляд:

$$budg_t = 11,805neer_t - 11,778 \quad (3.3)$$

(-7,293) (7,349)

$$budg_t = -12,544ex_rate_t + 21,607 \quad (3.4)$$

(10,47) (-10,489)

Хоча, коефіцієнти рівнянь (3.3) та (3.4) мають протилежні знаки, вони дають однакову інтерпретацію впливу валютного курсу на динаміку бюджетного дефіциту, оскільки і зменшення *neer*, і збільшення *ex_rate* говорять про девальвацію національної валюти. Таким чином, зростання НЕОК (*neer*) та міжбанківського валютного курсу (*ex_rate*) на 1% приводить до збільшення сальдо бюджету (*budg*) у середньому на 11,81% (3.3) та 12,54% (3.4) відповідно.

VEC-моделі коінтеграційних рівнянь $neer \rightarrow budg$, $ex_rate \rightarrow budg$ мають такий вигляд:

$$D(BUDG_SA) = -0.599*(BUDG_SA(-1) - 11.805*NEER(-1) + 11.778) + 0.278*D(BUDG_SA(-1)) + 0.233*D(BUDG_SA(-2)) - 8.687*D(NEER(-1)) - 4.392*D(NEER(-2)) \quad (3.5)$$

$$D(NEER) = -0.012*(BUDG_SA(-1) - 11.805*NEER(-1) + 11.778) + 0.011*D(BUDG_SA(-1)) + 0.009*D(BUDG_SA(-2)) - 0.262*D(NEER(-1)) - 0.299*D(NEER(-2)) \quad (3.6)$$

$$D(BUDG_SA) = -0.804*(BUDG_SA(-1) + 12.544*LNEXRATE(-1) - 21.607) + 0.426*D(BUDG_SA(-1)) + 0.311*D(BUDG_SA(-2)) + 0.028*D(BUDG_SA(-3)) + 4.533*D(LNEXRATE(-1)) + 2.317*D(LNEXRATE(-2)) + 7.026*D(LNEXRATE(-3)) \quad (3.7)$$

$$D(LNEXRATE) = -0.008*(BUDG_SA(-1) + 12.544*LNEXRATE(-1) - 21.607) + 0.001*D(BUDG_SA(-1)) + 0.008*D(BUDG_SA(-2)) + 0.006*D(BUDG_SA(-3)) + 0.657*D(LNEXRATE(-1)) - 0.41*D(LNEXRATE(-2)) + 0.349*D(LNEXRATE(-3)) \quad (3.8)$$

Аналіз коефіцієнтів корекції помилки зазначених коінтеграційних рівнянь показує:

- швидкість повернення сальдо зведеного бюджету України/ВВП (*budg*) при відхиленні від своєї довгострокової траєкторії, обумовленої динамікою НЕОК та міжбанківського валютного курсу гривні до долара США (*neer* та

ex_rate) дорівнює 0,60 (3.5) та 0,80 (3.7) відповідно. Це означає, що для повернення *budg* на свою рівноважну траєкторію при відхиленні через шок *neer* знадобиться приблизно 2 квартали (1:0,6); при відхиленні через шок *ex_rate* знадобиться майже 1,5 квартали (1:0,8).

- низькі коефіцієнти зворотнього зв'язку у рівняннях 3.6 та 3.8 говорять про дуже повільне відновлення довгострокової рівноваги *neer* та *ex_rate* через шок у *budg*.

Функції імпульсних відгуків зазначених вище моделей представлені на першій половині рис. 3.18 (прогнозний період 8 кварталів). Як видно з рисунку, напрями відгуків показника бюджетного сальдо до ВВП (*budg*) на одиничні імпульси або шоки *Neer* та *Ex_Rate* є протилежними. Це пояснюється тим, що збільшення міжбанківського валютного курсу гривні до долара США (*Ex_Rate*) свідчить про девальвацію національної валюти, в той час як зростання НЕОК (*Neer*) вказує на посилення номінального ефективного валютного курсу. Таким чином, збільшення на одне стандартне відхилення НЕОК, або ревальвація національної валюти, спричинює стійке збільшення бюджетного сальдо, стабілізація якого на новому покращеному рівні починається з 5 кварталу. Зростання міжбанківського валютного курсу, або девальвація національної валюти, навпаки, веде до зменшення бюджетного сальдо, яке наприкінці 8 кварталу становитиме близько 1% його дефіциту. Шок з боку самого *budg* призводить до погіршення сальдо зведеного бюджету на протязі п'ятих кварталів у майбутньому, після чого повільно повертається до свого рівноважного стану.

Альтернативний спосіб аналізу – розкладання дисперсії помилок прогнозу (друга половина рис. 3.18) – показує, що на початку прогнозного періоду лаги змінної *Budg* є важливішими за лаги *Neer* та *Ex_Rate* і пояснюють більшу частку власної дисперсії, але потім тенденція змінюється. Починаючи з другого-третього кварталів частка непередбачуваних змін у показнику *Budg* через імпульси *Neer* та *Ex_Rate* поступово зростає до 50% та 60% відповідно у 8 кварталі.

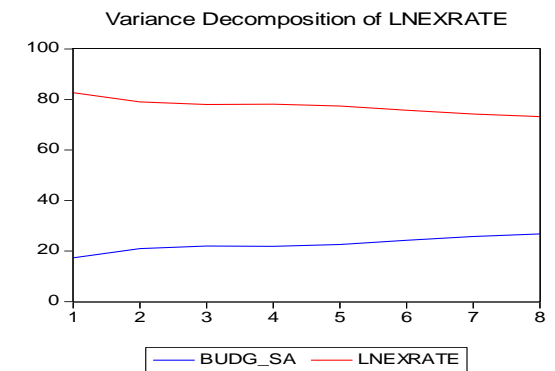
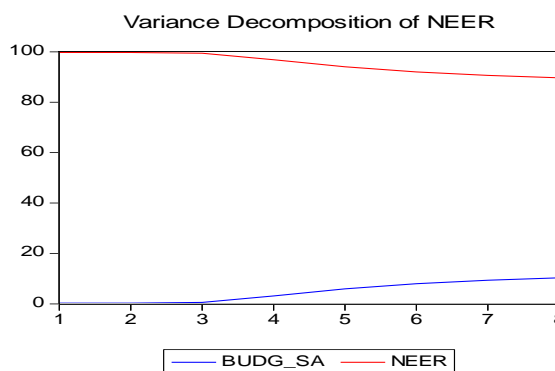
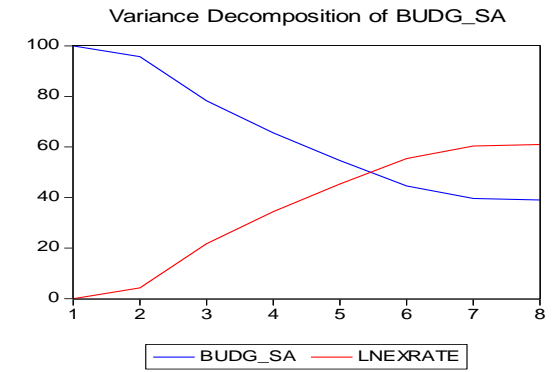
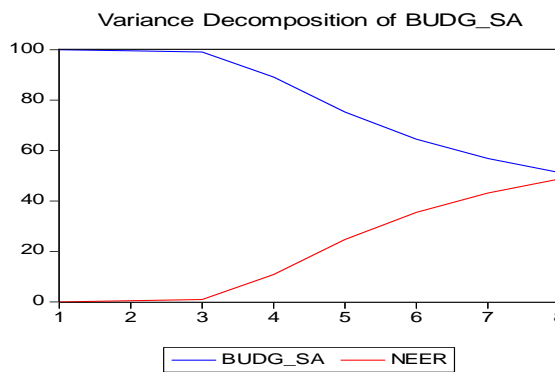
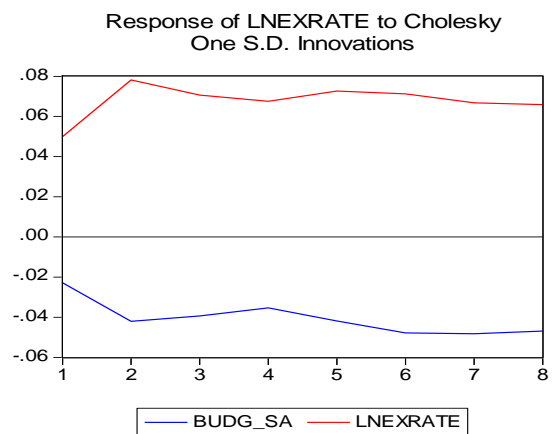
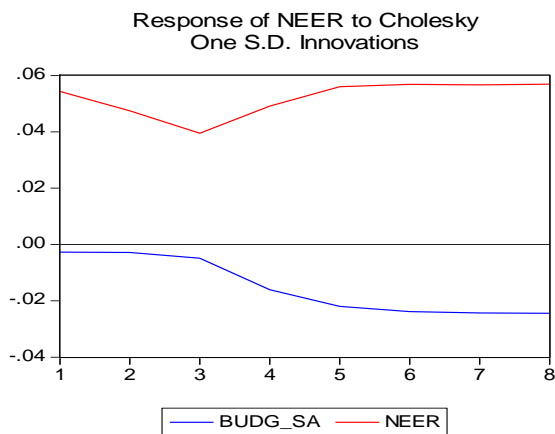
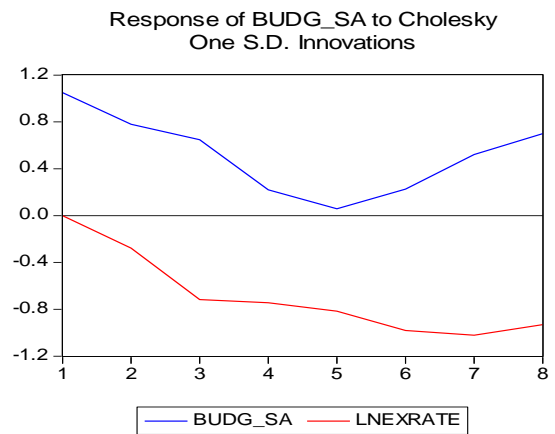
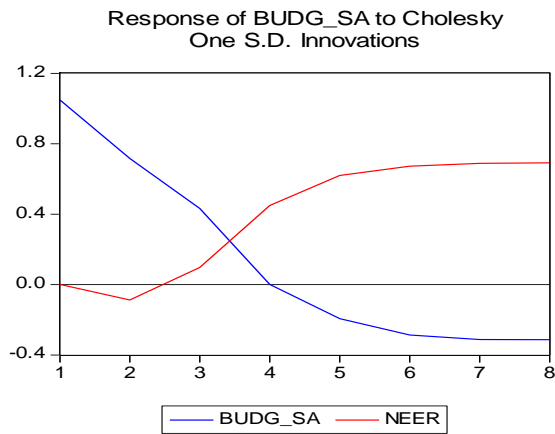


Рисунок 3.18 – Відгуки на шоки та декомпозиція дисперсій помилок прогнозу для показників *NEER*, *Ex_Rate* та *BUDG*

Майже на всьому прогнозному інтервалі лаги бюджетної складової (*Budg*) пояснюють близько 10% та 20% дисперсії змінних валютного курсу, при цьому більшість помилок прогнозу пояснюється власними шоками *Neer* та *Ex_Rate*. Квартальна інформація щодо внеску окремих факторів у прогнозування інших показників, що досліджуються в парах, наведена у таблиці 3.9.

Таблиця 3.9 Декомпозиція дисперсій помилок прогнозу (%) показників валютного курсу (PEOK та HEOK) та відношення зовнішнього боргу до ВВП

Показник	Період	NEER	Ex_Rate	BUDG
HEOK (NEER)	1	100,0		0,0
	2	100,0		0,0
	3	100,0		0,0
	4	96,0		4,0
	8	89,0		11,0
Міжбанківський валютний курс (Ex_Rate)	1		82,0	18,0
	2		79,5	20,5
	3		79,0	21,0
	4		79,0	21,0
	8		75,0	25,0
Сальдо бюджету /ВВП (BUDG)	1	0,0	0,0	
	2	0,0	6,0	
	3	0,5	21,0	
	4	11,0	37,0	
	8	46,0	60,0	

Коінтеграційне рівняння 5 з таблиці 3.7 встановлює довгострокові зв'язки між міжбанківським курсом UAH/USD (*Ex_Rate*), рівнем доларизації, розрахованим як відношення суми кредитів та депозитів резидентів в іноземній валюті до ВВП (*Dolar*) та рівнем монетизації економіки України (*M2_Gdp*). Значення часових рядів з 4 кварталу 2001 р. по 2 квартал 2011 р. представлені на рис. 3.19.

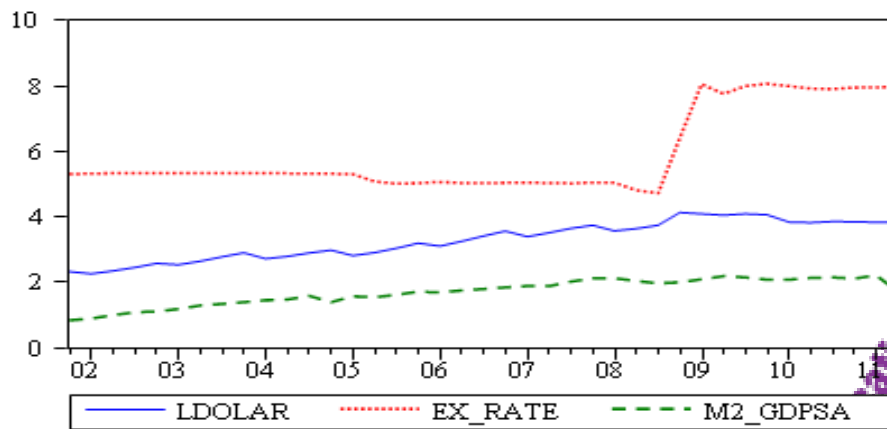


Рисунок 3.19 – Динаміка часових рядів *Ex_Rate*, *LDolar* та *M2_Gdp_sa*

VEC моделі коінтеграційних рівнянь $exrate \rightarrow dolar$, $m2_gdp \rightarrow exrate$, $m2_gdp \rightarrow dolar$ мають такий вигляд:

$$D(M2_GDP_SA) = -0.536*(M2_GDP_SA(-1) - 0.75*LDOLAR(-1) + 0.406*LEXRATE(-1)) - 0.134*D(M2_GDP_SA(-1)) + 0.161*D(M2_GDP_SA(-2)) - 0.771*D(LDOLAR(-1)) + 0.837*D(LDOLAR(-2)) + 0.43*D(LEXRATE(-1)) - 0.822*D(LEXRATE(-2)) \quad (3.9)$$

$$D(LDOLAR) = -0.117*(M2_GDP_SA(-1) - 0.75*LDOLAR(-1) + 0.406*LEXRATE(-1)) - 0.136*D(M2_GDP_SA(-1)) - 0.14*D(M2_GDP_SA(-2)) + 0.475*D(LDOLAR(-1)) + 0.436*D(LDOLAR(-2)) - 0.367*D(LEXRATE(-1)) - 0.48*D(LEXRATE(-2)) \quad (3.10)$$

$$D(LEXRATE) = -0.382*(M2_GDP_SA(-1) - 0.75*LDOLAR(-1) + 0.406*LEXRATE(-1)) - 0.007*D(M2_GDP_SA(-1)) - 0.171*D(M2_GDP_SA(-2)) - 0.001*D(LDOLAR(-1)) - 0.046*D(LDOLAR(-2)) + 0.196*D(LEXRATE(-1)) - 0.314*D(LEXRATE(-2)) \quad (3.11)$$

У лінійній комбінації векторів $exrate$, $dolar$, $m2_gdp$ 38% відхилення від рівноваги корегується індексом міжбанківського курсу, 12% рівнем доларизації та 54% рівнем монетизації (рівняння 3.9-3.11). Це говорить про досить швидке повернення до рівноважної траєкторії показників $m2_gdp$ (2 квартали), ex_rate (2,5 квартали) та досить тривале відновлення рівня доларизації $dolar$ (8 кварталів).

Коінтеграційне співвідношення для $M2_Gdp$ має наступний вигляд:

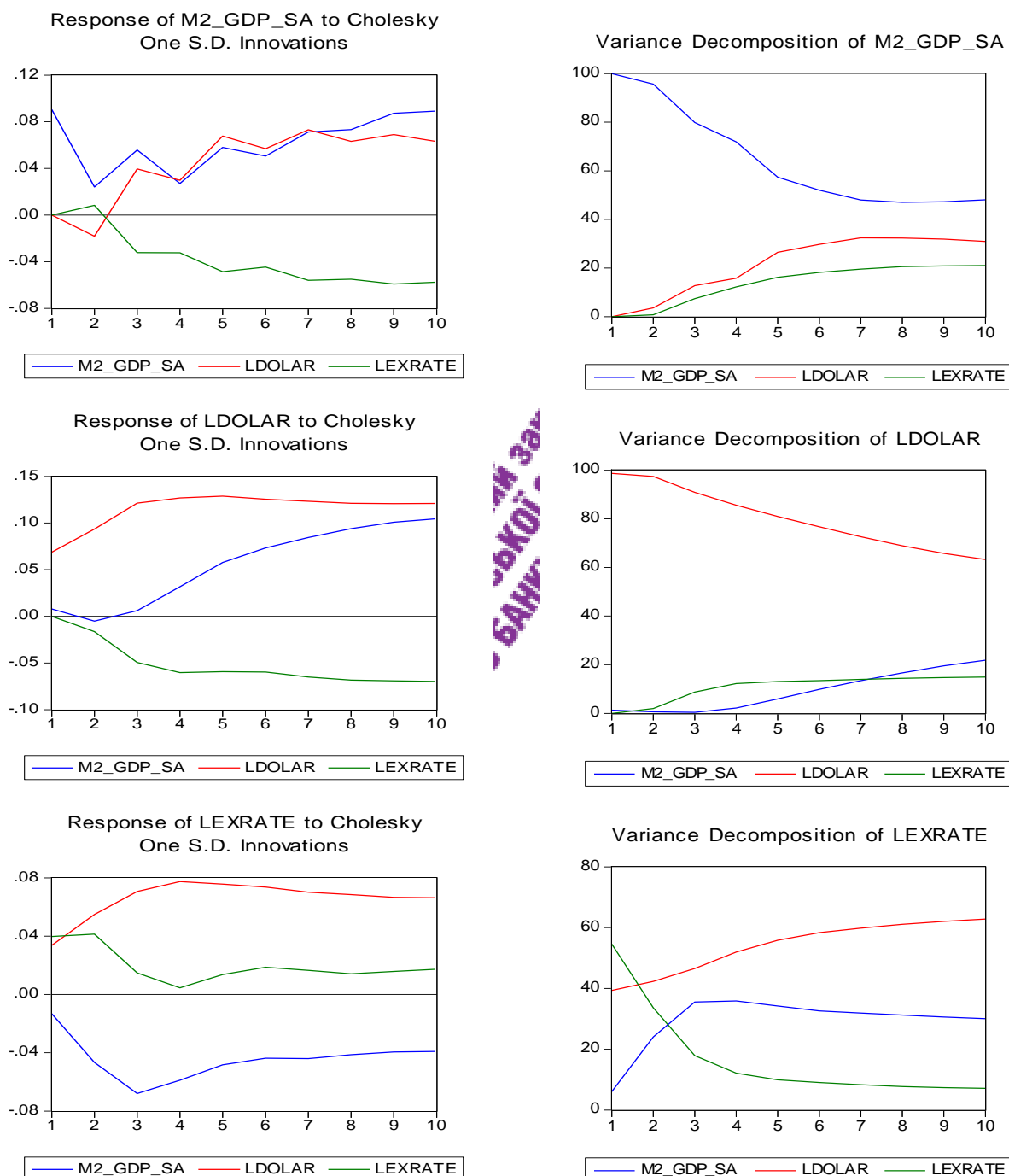
$$m2_gdp_sa_t = 0,75ldolar_t - 0,406lex_rate_t \quad (3.12)$$

(-21,329)
(5,914)

Отримані співвідношення є адекватними як з економічної, так і з економетричної точки зору. При зростанні рівня доларизації ($ldolar$) на 1%

рівень монетизації ($m2_gdp_sa$) підвищується на 0,75%, 1% девальвація національної валюти (ex_rate) призводить до скорочення відношення M2/ВВП у середньому на 0,41% (3.12). Зазначені висновки підтверджуються імпульсним аналізом (рис. 3.20).

Institution
BANKING
UKRAINE



"БАНК" ЗА

Рисунок 3.20 – Функції імпульсних відгуків та декомпозиція дисперсій для показників доларизації, монетизації та міжбанківського валютного курсу

Згідно рис. 3.20 девальвація національної валюти спричинює зниження рівня монетизації економіки та зростання доларизації, яке, дає поштовх до подальшого знецінення курсу гривні. Ці висновки узгоджуються з експертними оцінками науковців у роботах Шевчука [253], Береславської [184], [254]. Квартальна інформація щодо внеску окремих факторів у прогнозування інших показників, що досліджуються в парах, наведена у таблиці 3.10.

Таблиця 3.10 Декомпозиція дисперсій помилок прогнозу (%) показників монетизації, доларизації і міжбанківського валютного курсу

Показник	Період	M2_gdp	Dolar	Ex_Rate
Рівень монетизації	1	100.0	0.0	0.0
	2	97.0	3.0	0.0
	3	79.0	13.0	8.0
	4	72.0	15.0	13.0
	10	50.0	30.0	20.0
Рівень доларизації	1	0.0	100.0	0.0
	2	0.0	100.0	0.0
	3	0.0	90.0	10.0
	4	4.0	83.0	13.0
	10	21.0	65.0	14.0
Міжбанківський курс UAH/USD	1	7.0	40.0	59.0
	2	21.0	47.0	32.0
	3	34.0	46.0	20.0
	4	35.0	51.0	14.0
	10	31.0	60.0	9.0

Аналіз декомпозиції дисперсій помилок прогнозу, представлений у таблиці 3.10 показує, що для всіх змінних у десятому прогнозному кварталі значна частка дисперсій пояснюється шоками інших показників даної VEC-моделі. Надзвичайною є ситуація з міжбанківським валютним курсом, більшість помилок якого вже з другого прогнозного кварталу пояснюється шоками у рівні монетизації та доларизації.

Цікавим є наявність довгострокових зв'язків між міжбанківським курсом гривні до долара США (*ex_rate*) та показниками монетарної (*mb*,

rez_imp) та банківської стабільності (*N2*) (рівняння 6-8 у таблиці 3.7). Значення цих часових рядів (для показника грошової бази *mb* узято темп зростання) представлені на рис. 3.21.

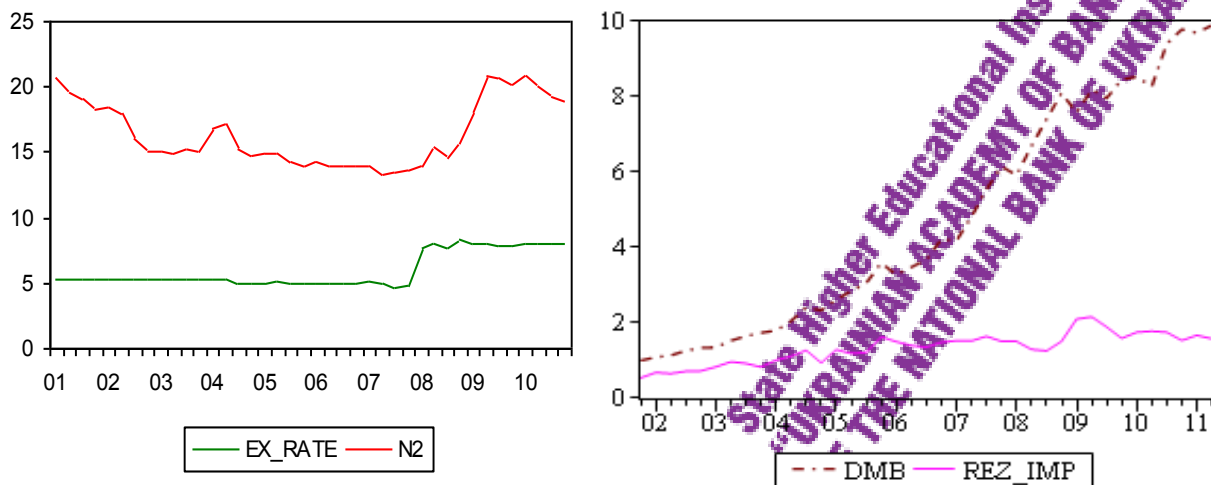


Рисунок 3.21 – Динаміка часових рядів *Ex_Rate*, *N2*, *MB* та *Rez_Imp*

Коінтеграційне співвідношення, що описує довгострокові зв'язки міжбанківського валютного курсу (*Ex_Rate*) та грошової бази (*MB*), має наступний вигляд:

$$Ex_Rate = -5,97LMB + 0,43TREND + 62,03 \quad (3.13)$$

(2.46)

Довгострокова рівновага для коінтеграційного співвідношення *exrate* ↔ *mb* (див. рівн. 6 табл. 3.7) є відносно нестійкою, оскільки коефіцієнти зворотнього зв'язку мають доволі низькі значення: 7% для валютного курсу та 5% для грошової бази. Коінтеграційне співвідношення, що описує довгострокові зв'язки міжбанківського валютного курсу (*Ex_Rate*) та відношення золотовалютних резервів до імпорту (*Rez_Imp*), має наступний вигляд:

$$Rez_Imp = -0,75LEx_Rate + 0,04TREND + 1,84 \quad (3.13)$$

(2.46)

При цьому у зв'язку *exrate* → *rez_imp* 46% відхилення від рівноваги корегується відношенням обсягу золотовалютних резервів до імпорту, а 15% рівнем валютного курсу (див. рівн. 7 у табл. 3.7).

У лінійній комбінації векторів $exrate \leftrightarrow N2$ (див. рівн. 8 у табл. 3.7) швидкість повернення нормативу адекватності капіталу комерційних банків $N2$ до рівноважного стану становить 19% (5 кварталів), при цьому коефіцієнт корекції помилки для валютного курсу є незначущим (4%). Відповідне коінтеграційне співвідношення має наступний вигляд:

$$LN2 = 0.75Ex_Rate + 1.45 \quad (3.14)$$

(-10.27)

Отримані співвідношення є адекватними, що підтверджується функціями імпульсних відгуків (рис. 3.22).

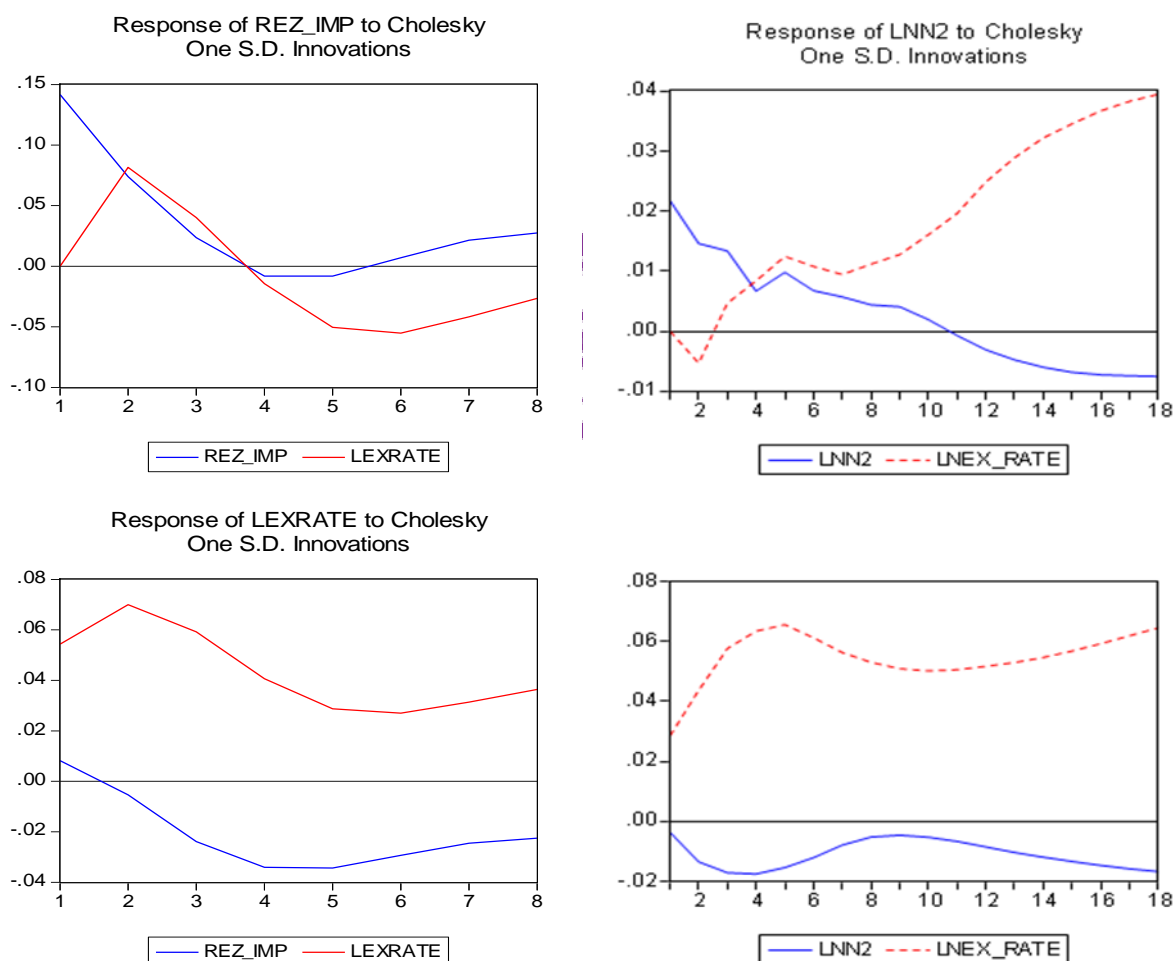


Рисунок 3.22 – Функції імпульсних відгуків міжбанківського валютного курсу (Ex_Rate), відношення золотовалютних резервів до імпорту (Rez_Imp) та показника достатності банківського капіталу ($N2$)

Наступне коінтеграційне співвідношення (див. рівн. 9 в табл. 3.7) підтверджує переважну дію валютного каналу монетарної трансмісії в країнах з ринками, що формуються, та Україні:

$$GDP_REAL = -0,07LEX_RATE + 1,18 \quad (3.15)$$

(2.96)

Негативний вплив девальвації національної валюти на темпи зростання реального ВВП засвідчується функціями імпульсних відгуків та декомпозиції помилок прогнозу, представлених на рис. 3.23.

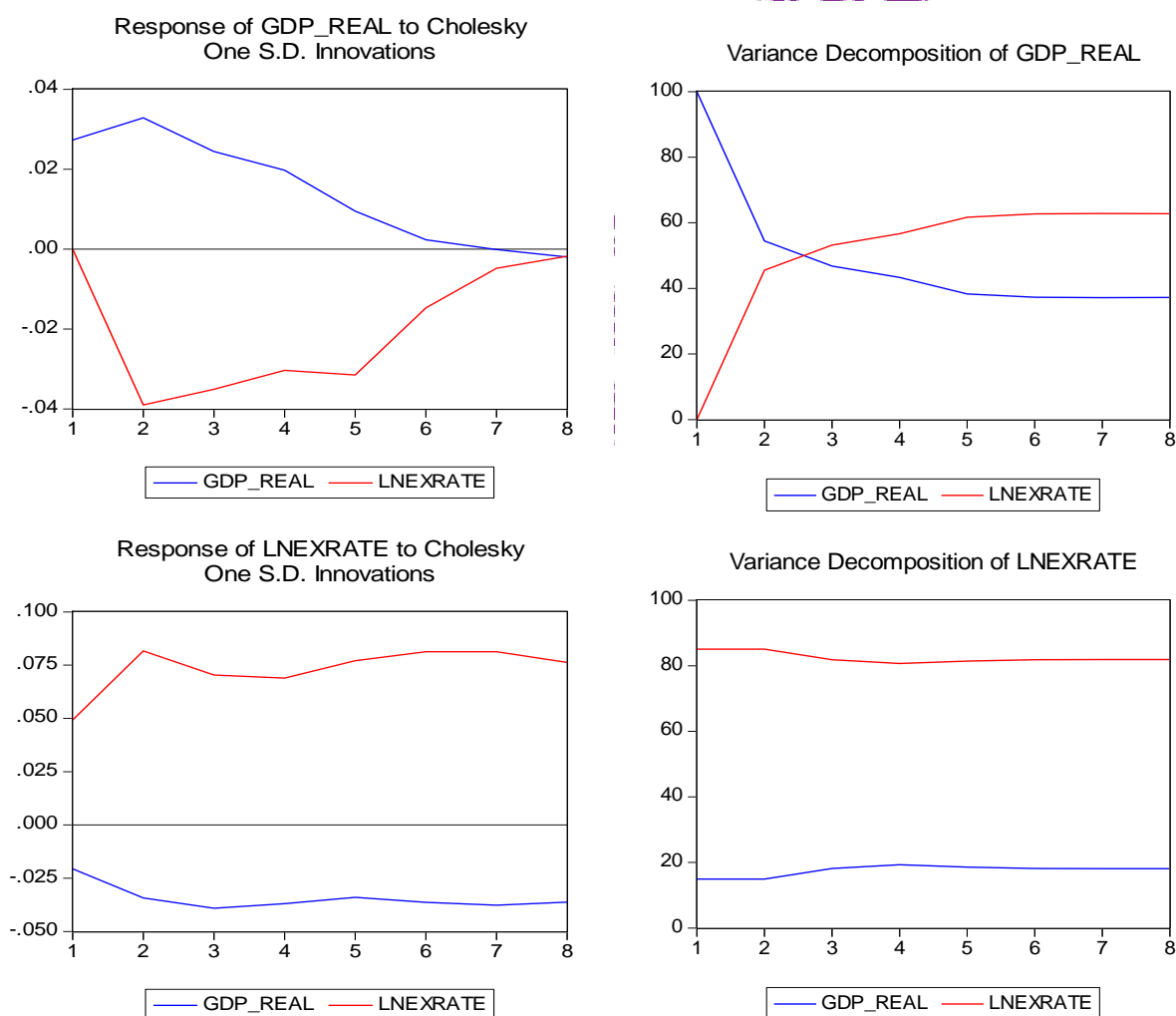


Рисунок 3.23 – Функції імпульсних відгуків та декомпозиції помилок прогнозу міжбанківського валютного курсу (*Ex_Rate*) та темпів зростання реального ВВП (*Gdp_Real*)

Результати аналізу взаємодії розглянутих вище змінних для прогнозного періоду у 8 кварталів на підставі вивчення декомпозиції дисперсій помилок прогнозу представлені у таблиці 3.11.

Таблиця 3.11 Декомпозиція дисперсій (%) показників фінансової стабільності та валютного курсу

Показник	Період	MВ	Rez_Imp	N2
Міжбанківський курс UAH/USD	1	1	2	8
	2	1	1	6
	4	1	12	4
	8	3	21	5
Дисперсія помилок відповідних показників через шок у Ex_Rate				
	1	2	0	7
	2	10	20	29
	4	20	23	60
	8	21	38	80

Коінтеграційні співвідношення 9-12 табл. 3.7 описують довгострокові зв'язки між забезпеченістю валютними резервами (*rez_imp*) та змінними грошової пропозиції (*m2_gdp*, *m0_m3*), рівня доларизації (*dolar*) та державного боргу (*g_debt*). Значення часових рядів з урахуванням сезонного згладжування та логарифмування представлені на рис. 3.24.

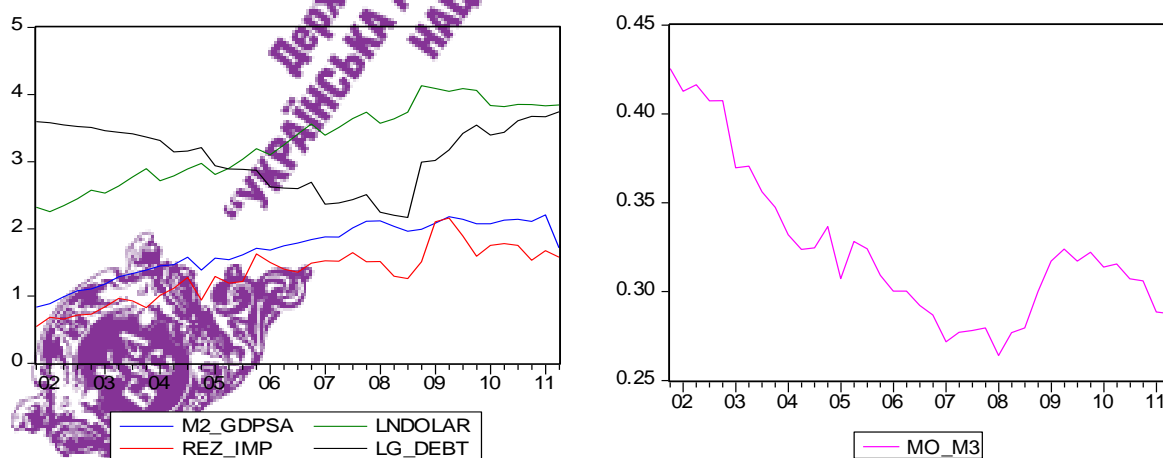


Рисунок 3.24 – Динаміка часових рядів Rez_Imp, M2_GDP_sa, lDolar, lG_Debt та M0_M3.

Коінтеграційні співвідношення для Rez_Imp представлені рівняннями:

$$rez_imp_t = 0,579m2_gdp_sa_t + 0,552 \quad (3.13)$$

(-3,77) (-1,885)

$$rez_imp_t = -1,356lmo_m3_t \quad (3.14)$$

(31,726)

$$rez_imp_t = 0,60ldolar_t - 0,615 \quad (3.15)$$

(-9,614) (2,881)

$$rez_imp_t = -0,212lg_debt_t + 0,03t + 1,388 \quad (3.16)$$

(2,936)

Таким чином, збільшення відношення валютних резервів до обсягу імпорту за квартал відбувається внаслідок підвищення рівня монетизації та доларизації (відповідно до рівнянь 3.13 та 3.15). Зменшенню рівня забезпеченості валютними резервами сприяє збільшення державного боргу та частки готівкових коштів у грошовій масі (рівняння 3.16 та 3.14).

Графіки імпульсних функцій та декомпозиції дисперсій помилок прогнозу VEC -моделей, зазначених у рівняннях 3.13-3.16, представлені на рис. 3.25-3.27. На середньостроковому прогнозному періоді (8 кварталів) спостерігається істотний зв'язок між показниками достатності золотовалютних резервів, рівнем доларизації та боргового навантаження.



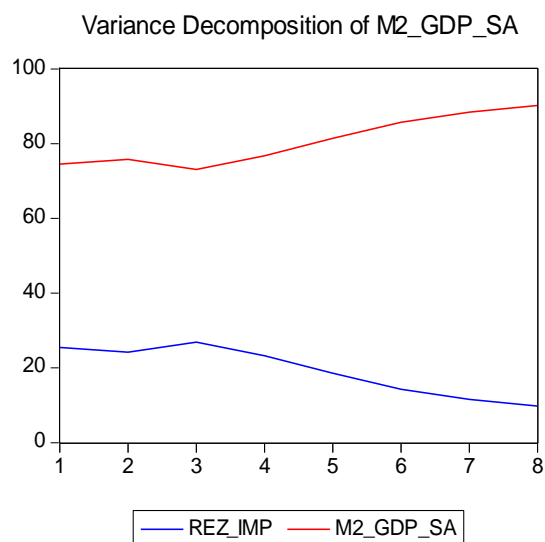
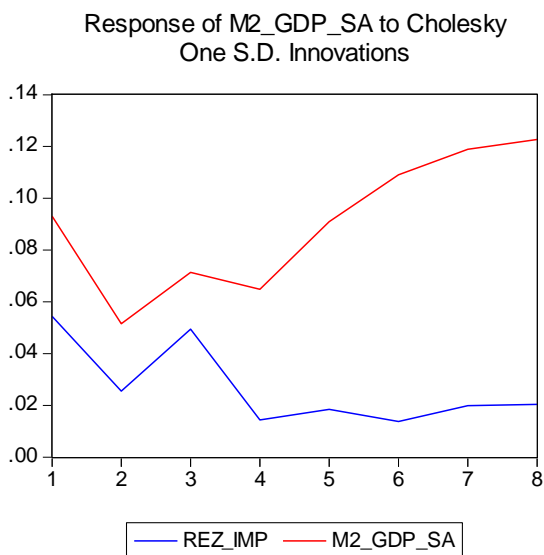
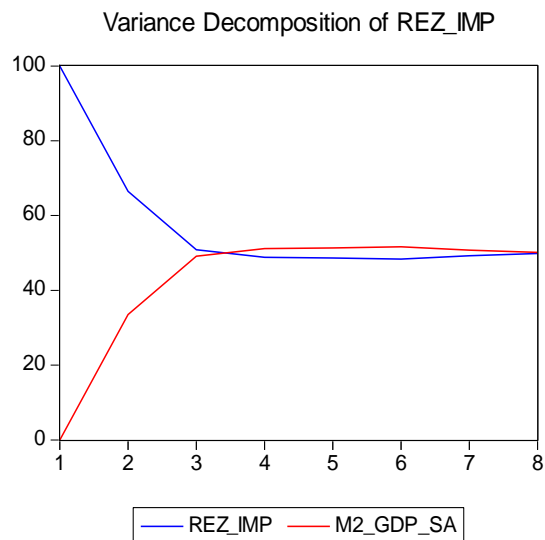
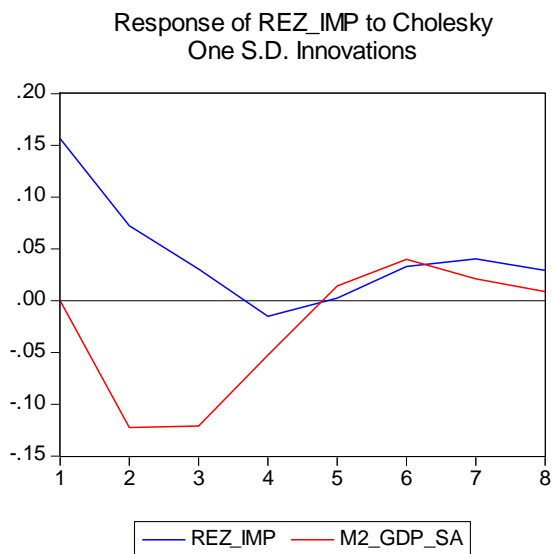


Рисунок 3.25 – Функції реакції на імпульси та декомпозиція дисперсій помилок прогнозу для відношення золотовалютних резервів до імпорту (REZ_IMP) та рівня монетизації економіки ($M2_GDP_SA$)



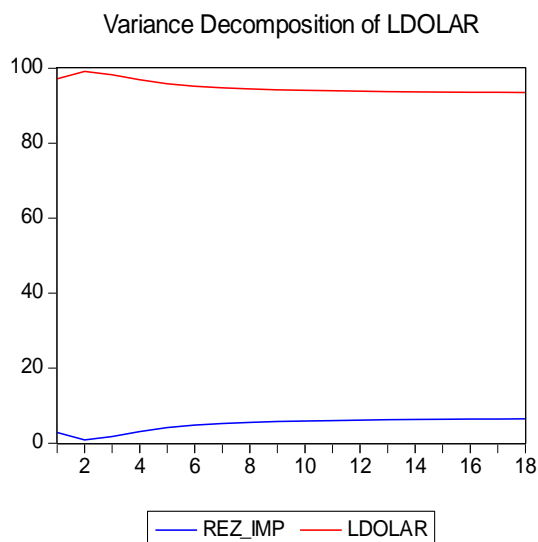
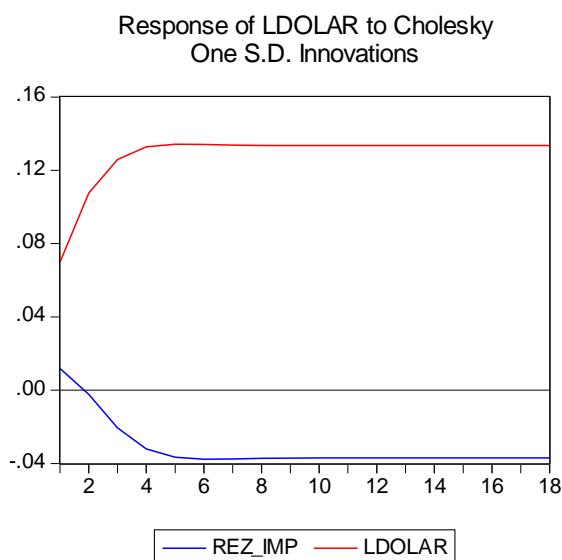
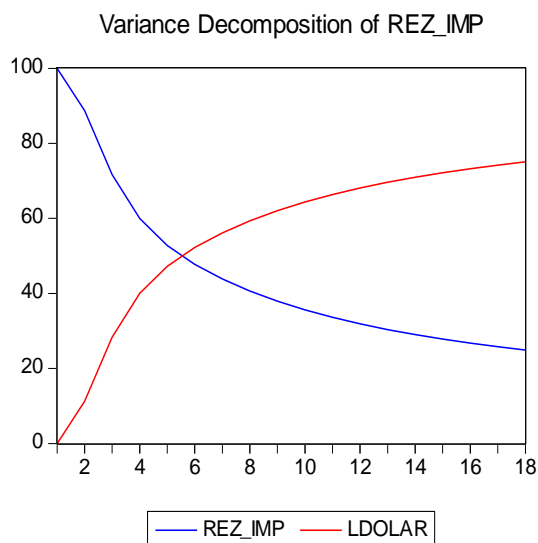
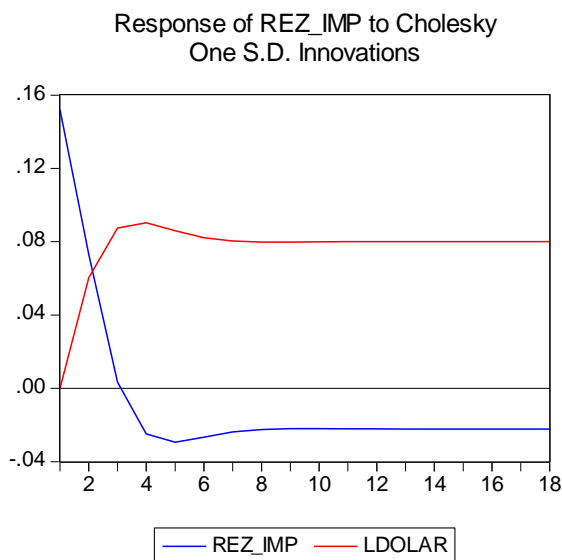


Рисунок 3.26 – Функції реакції на імпульси та декомпозиція дисперсій помилок прогнозу для відношення золотовалютних резервів до імпорту (REZ_IMP) та рівня доларизації економіки ($LDOLAR$)



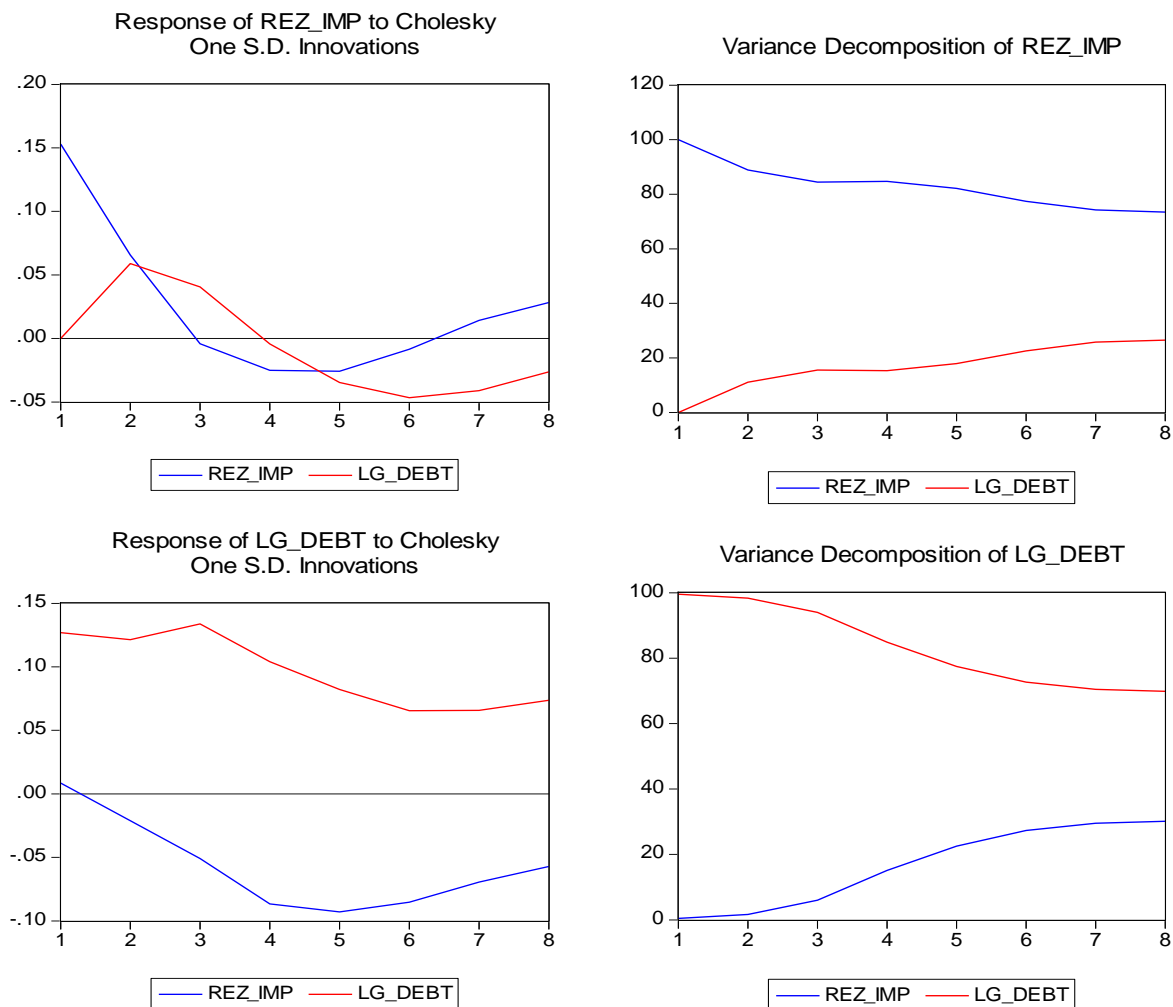


Рисунок 3.27 – Функції реакції на імпульси та декомпозиція дисперсій помилок прогнозу для відношення золотовалютних резервів до імпорту (REZ_IMP) та рівня державного боргу (LG_DEBT)

Аналіз розподілу дисперсій помилок прогнозу, представлений у таблиці 3.12, показує, що найбільшу частку (>50%) у варіацію величини відношення ЗВР до обсягу імпорту за квартал (rez_imp) вносять коливання змінних рівня монетизації ($m2_gdp$) та доларизації ($dolar$) у 3-8 прогнозних кварталах. Найбільші коливання, що спричинюються показником достатності валютних резервів (rez_imp), характерні для змінних частки готівки у грошовій масі ($m0_m3$) – 48% та рівня державного боргу (g_debt) – 30% у 8 прогнозованому періоді.

Таблиця 3.12 Декомпозиція дисперсій помилок прогнозу (%) *Rez_Imp* та *m2_gdp*, *m0_m3*, *dolar*, *g_debt*

Показник	Період	M2_Gdp	M0_M3	Dolar	G_Debt
Відношення валютних резервів до обсягу імпорту	1	0	0	23	0
	2	32	2	50	11
	3	50	21	60	17
	8	50	20	73	23
Дисперсія помилок відповідних показників через шок у <i>Rez_Imp</i>					
	1	23	3	2	0
	2	22	10	7	1
	3	24	32	8	8
	8	11	48	9	30

Коінтеграційні вектори 13-15 таблиці 3.7 описують довгострокові зв'язки між індексами інфляції (*isc*, *ipc*) та змінними фінансового (*mb_rez*, *m2_gdp*) та реального (*gdp_real*) секторів. На рис. 3.28 представлені значення часових рядів з урахуванням сезонного згладжування та логарифмування.

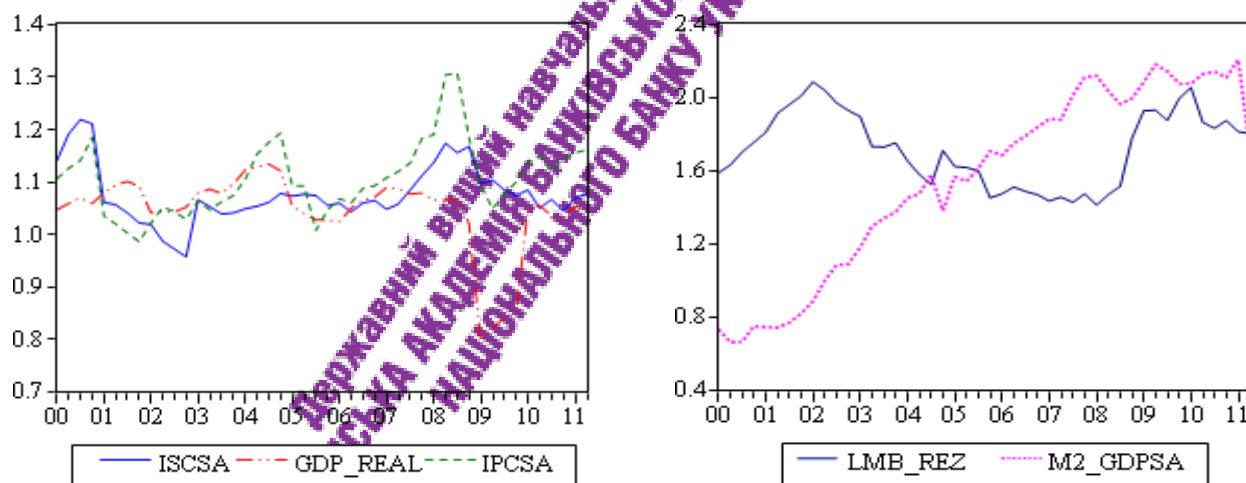


Рисунок 3.28 – Динаміка рядів *IPC*, *ICS*, *Gdp_Real*, *MB_Rez* та *M2_Gdp*

Отримані коінтеграційні співвідношення є адекватними як з економічної, так і з економетричної точки зору. Рівень інфляції, що вимірюється індексом споживчих цін (*isc*) та цін виробників (*ipc*), зменшується при підвищенні достатності золотовалютних резервів (*mb_rez*) (рівняння 3.17) та збільшується при зростанні рівня монетизації економіки (*m2_gdp*) (рівняння 3.18). При збільшенні індексу цін виробників на 1%

реальний ВВП зменшується на 0,9% (рівняння 3.19). Високі від'ємні значення коефіцієнтів корекції помилки (від -0,27 до -0,79) для зазначених коінтеграційних векторів говорять про швидке відновлення довгострокової траєкторії після шоків для усіх змінних (1-3 квартали).

$$isc_sa_t = 0,666ipc_sa_t - 0,067lmb_rez + 0,446 \quad (3.17)$$

(-5,717) (3,297) (-3,288)

$$ipc_sa_t = 0,34m2_gdp_sa_t - 0,009t - 0,308 \quad (3.18)$$

(-3,71)

$$gdp_real_t = -0,865ipc_sa_t + 1,991 \quad (3.19)$$

(3,748) (-7,847)

Результати аналізу зазначених відповідних VEC-моделей на підставі функції імпульсних відгуків та декомпозиції дисперсії помилок прогнозу на 8 кварталів представлені на рис. 3.29 – 3.31

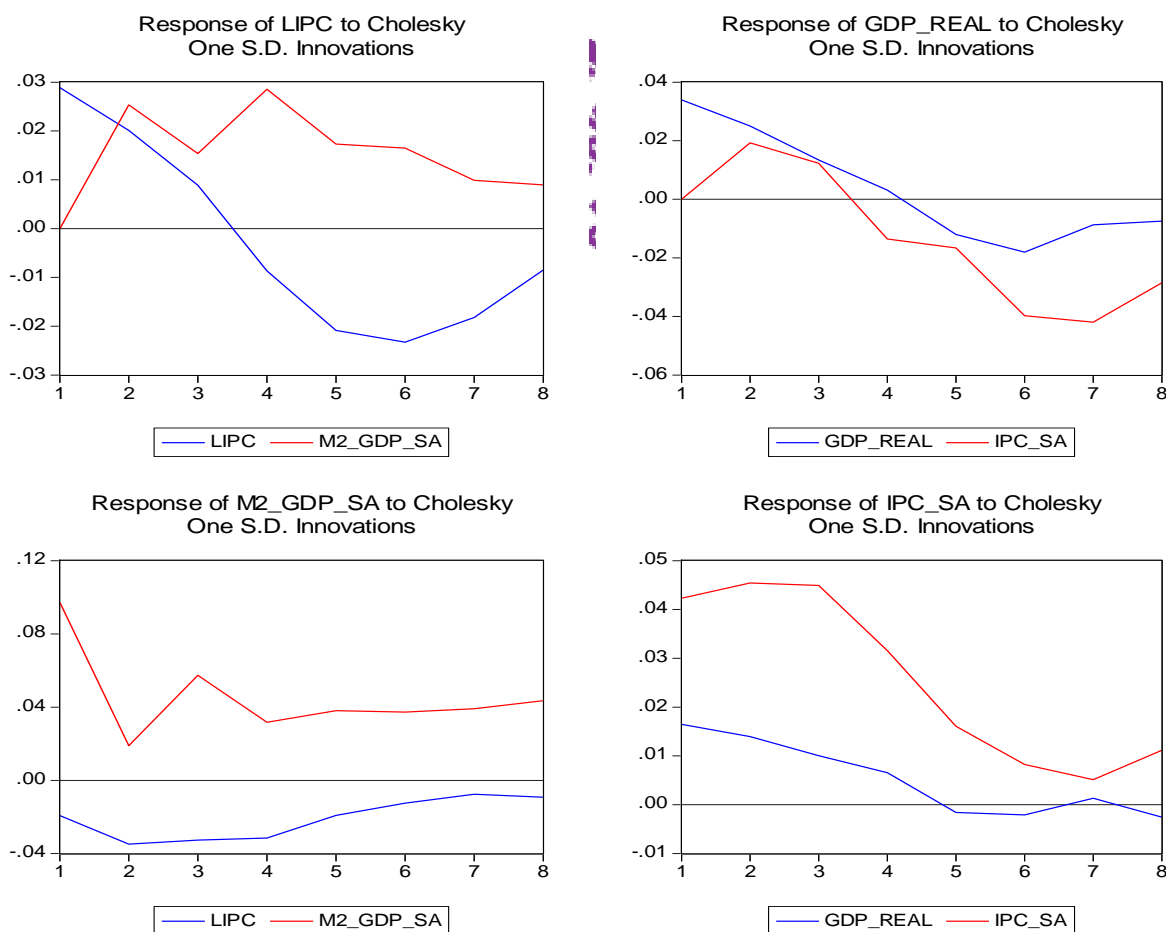


Рисунок 3.29 – Відгуки на шоки індексу цін виробників (*LIPC*), рівня монетизації економіки (*M2_GDP_SA*) та реального ВВП (*GDP_REAL*)

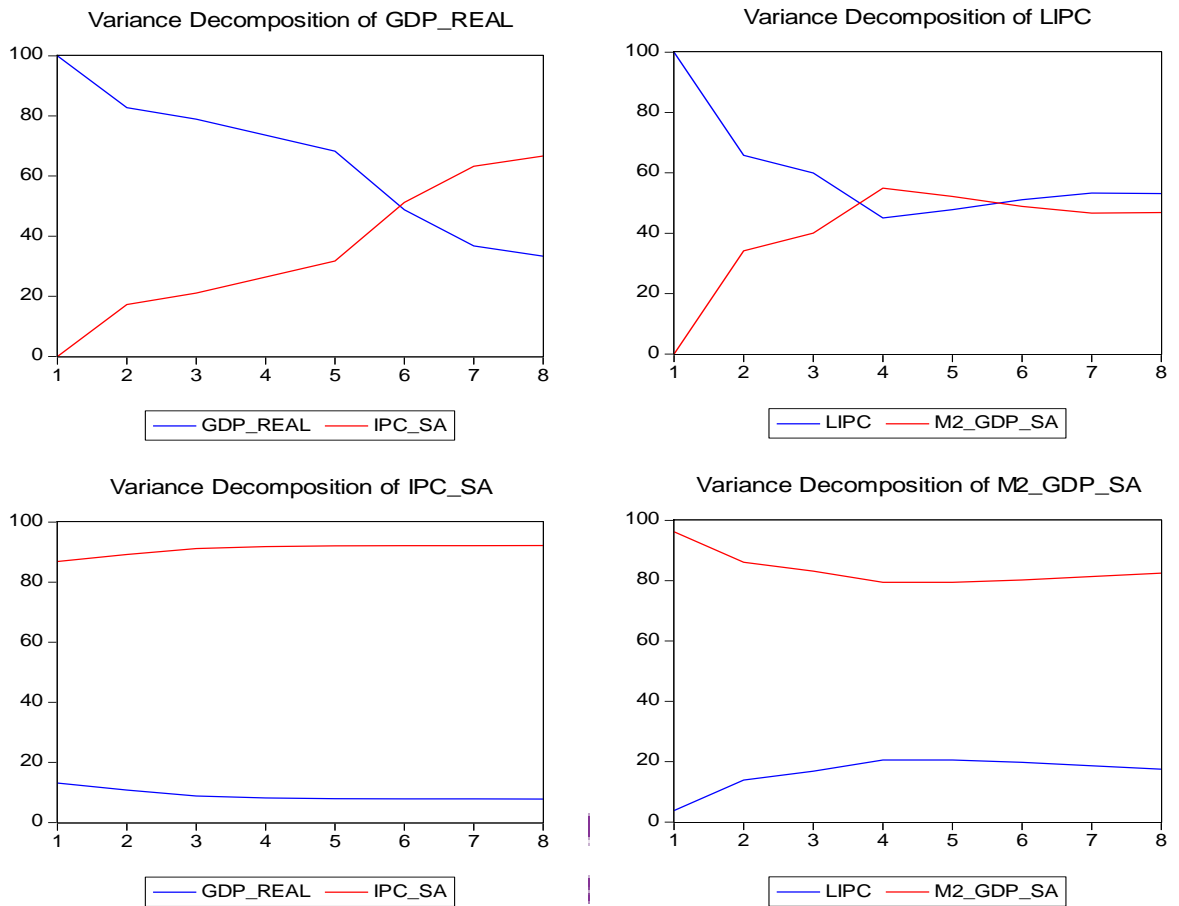


Рисунок 3.30 – Декомпозиція дисперсій помилок прогнозу індексу цін виробників (*LIPC*), рівня монетизації економіки (*M2_GDP_SA*) та реального ВВП (*GDP_REAL*)



Державний вищий навчальний заклад
 "УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВ"
 НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
 ІМЕНІ ПАВЛА ШУБИ

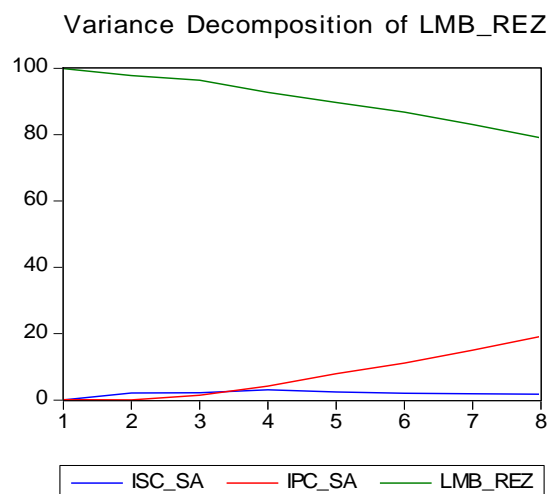
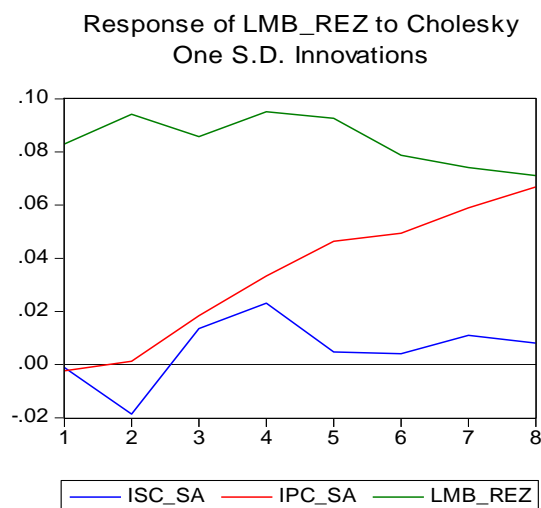
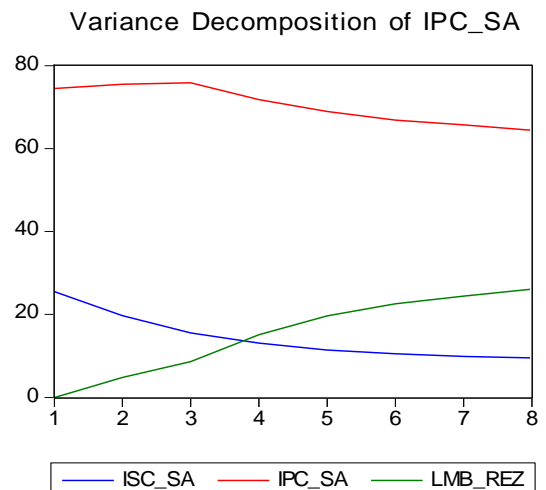
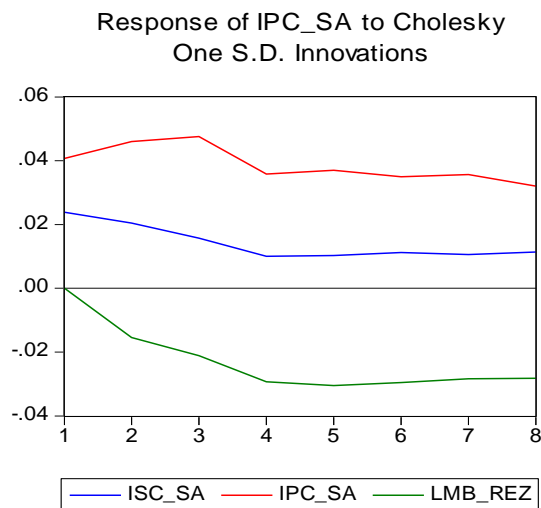
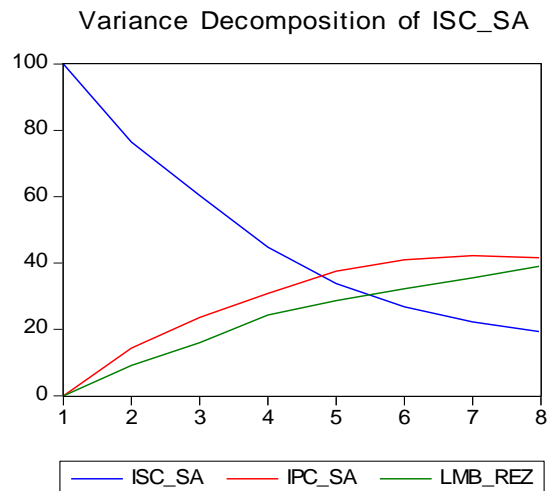
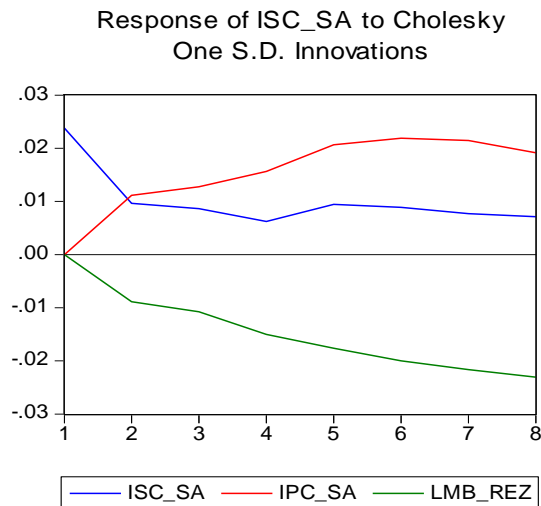


Рисунок 3.31 – Імпульсні функції та декомпозиція дисперсій помилок прогнозу індексів цін виробників (*IPC*), споживчих цін (*ISC*) та відношення грошової бази до золотовалютних резервів (*MB_REZ*)

Згідно рис. 3.29 – 3.31 суттєвий внесок у прогнозування рівня інфляції на підставі індексів цін виробників (*IPC*) та споживчих цін (*ISC*) роблять рівень монетизації економіки (*M2_GDP_SA*) та відношення грошової бази у гривнях до золотовалютних резервів у доларах США (*Mb_Rez*). Останній слугує індикатором адекватної вартості національної валюти або тіньовим валютним курсом. Імпульсний аналіз (див. рис. 3.31) вказує на зменшення інфляції за рівнем як споживчих, так і виробничих цін, на протязі 8 прогнозних кварталів внаслідок підвищення розрахункового обмінного курсу (*Mb_Rez*). Це пояснюється тим, що в періоді, який досліджується в моделі (2001 – перша половина 2011 рр.), відбувалося зростання грошової бази, передусім за рахунок переказних депозитів, при одночасному збільшенні золотовалютних резервів. Аналіз імпульсних відгуків рис. 3.29 засвідчує, що уповільнення інфляційних процесів відбувається також при зростанні реального ВВП, а їх прискорення – при збільшенні рівня монетизації.

Проведений аналіз підтверджує переважне формування індексу цін виробників монетарними факторами та значний негативний вплив інфляції на ВВП країни (табл. 3.13).

Таблиця 3.13 Декомпозиція дисперсій (%) *ISC*, *M2_Gdp*, *Mb_Rez*, *Gdp_Real*

Показник	Період	<i>M2_Gdp</i>	<i>Mb_Rez</i>	<i>ISC</i>	<i>Gdp_Real</i>
Індекс цін виробників (<i>IPC</i>)	1	0	0	23	12
	2	36	6	20	10
	4	58	16	15	9
	8	48	25	10	9
Дисперсія помилок відповідних показників через шок у <i>IPC</i>					
	1	3	0	0	0
	2	13	0	16	18
	4	20	5	30	28
	8	19	20	40	62

Індекс споживчих цін навряд чи може слугувати якісним індикатором процесів, що відбуваються в економіці, оскільки він більшою мірою

визначається динамікою цін продовольчих товарів. При цьому не враховується стан справ у інших галузях економіки, які займають значну долю в структурі ВВП. Індекс цін виробників містить інформацію про вартість енергоносіїв, податкову політику (через непропорційне повернення ПДВ виробники змушені закладати компенсацію податків у вартість продукції), тому є більш інформативним.

Раніше було встановлено зворотній зв'язок між показниками валютного курсу, інфляції та рівнем монетизації і доларизації, а також між рівнем інфляції та економічним зростанням (реальним ВВП) країни (рівняння 5, 16, 17 таблиці 3.7.). Коінтеграційні рівняння 16-18 таблиці 3.7 доповнюють цей аналіз довгостроковими співвідношеннями $M2_Gdp$, $M0_M3$, Dep_FC та Gdp_Real , які характеризуються високими коефіцієнтами корекції помилки. На рис. 3.32 представлені значення відповідних часових рядів з урахуванням сезонного згладжування та логарифмування.

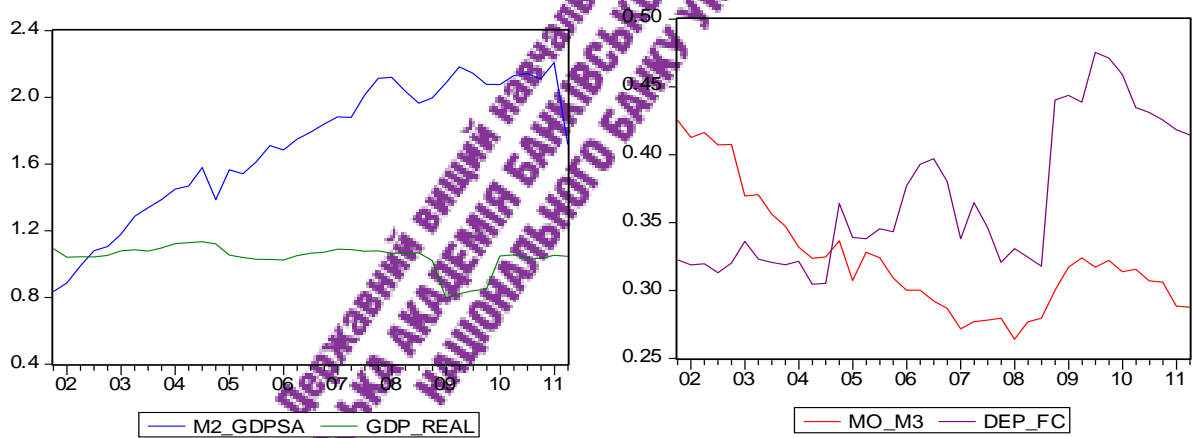


Рисунок 3.32 – Динаміка часових рядів Gdp_Real , $M2_Gdp$, $M0_M3$, Dep_FC

Отримано наступні коінтеграційні співвідношення:

$$lmo_m3_t = -0,585m2_gdp_sa_t \quad (3.20)$$

$$gdp_real_t = 0,137m2_gdp_sa_t - 0,08t + 1,022 \quad (3.21)$$

$$gdp_real_t = -0,827dep_fc_t + 1,348 \quad (3.22)$$

Аналіз взаємодії показників, представлений на рис. 3.33 та у рівняннях 3.20-3.22, вказує на тісну взаємозалежність як у короткостроковій, так і

довгостроковій перспективі зазначених змінних. Зростання рівня доларизації, представленого відношенням депозитів в іноземній валюті до їх загальної суми, веде до падіння реального ВВП. Натомість збільшення рівня монетизації сприяє його зростанню. Ці висновки відповідають законам економічної теорії. Сильний зв'язок між змінними демонструють і результати прогнозування поведінки розглянутих вище змінних на підставі функцій імпульсних відгуків (рис. 3.33) та високі частки змінних у декомпозиції дисперсії помилок прогнозу цих показників (рис. 3.34, табл. 3.14).

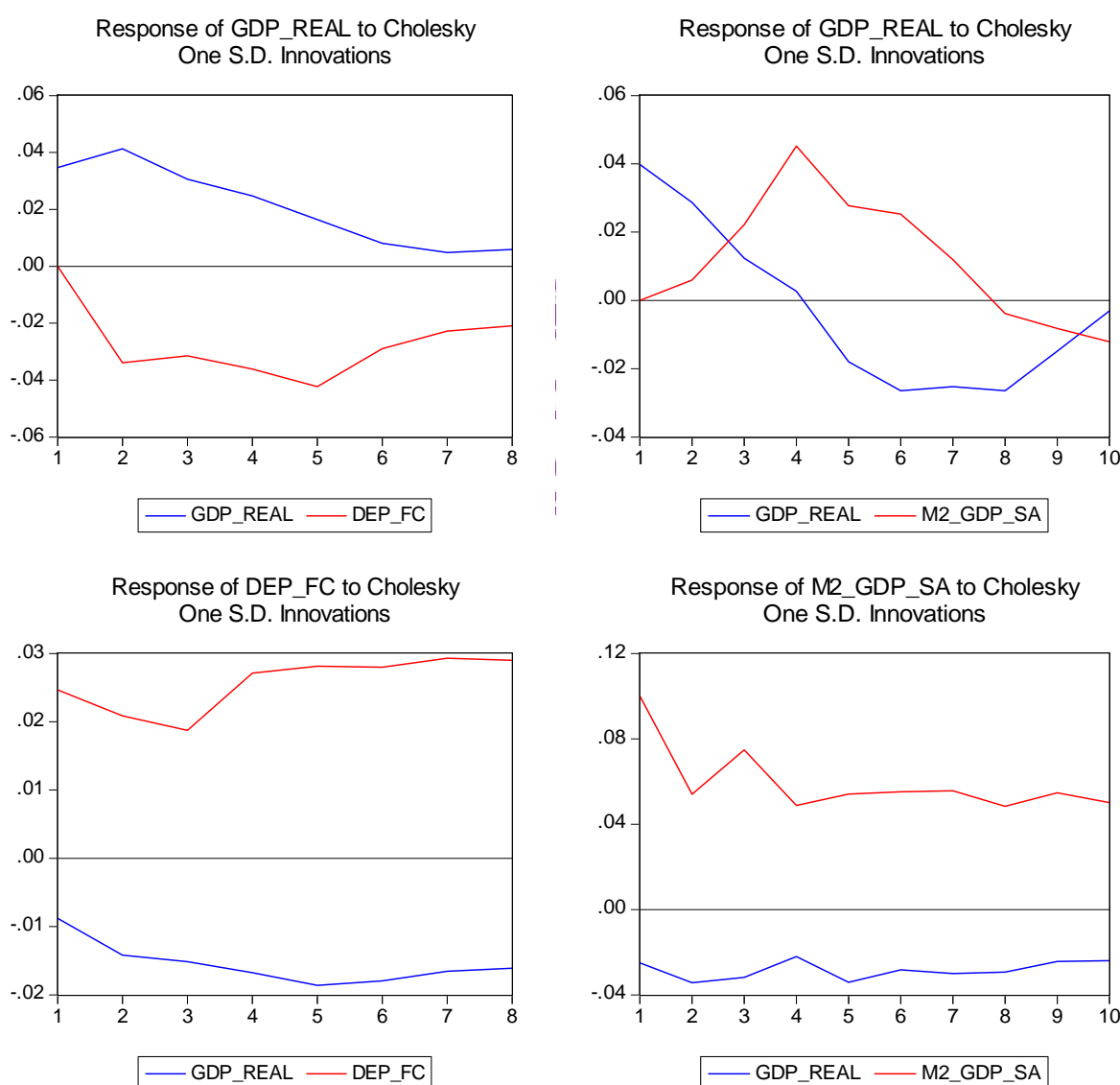


Рисунок 3.33 – Функції реакції на імпульси для індексу реального ВВП (*GDP_REAL*) та рівней доларизації (*DEP_FC*) і монетизації (*M2_GDP*)

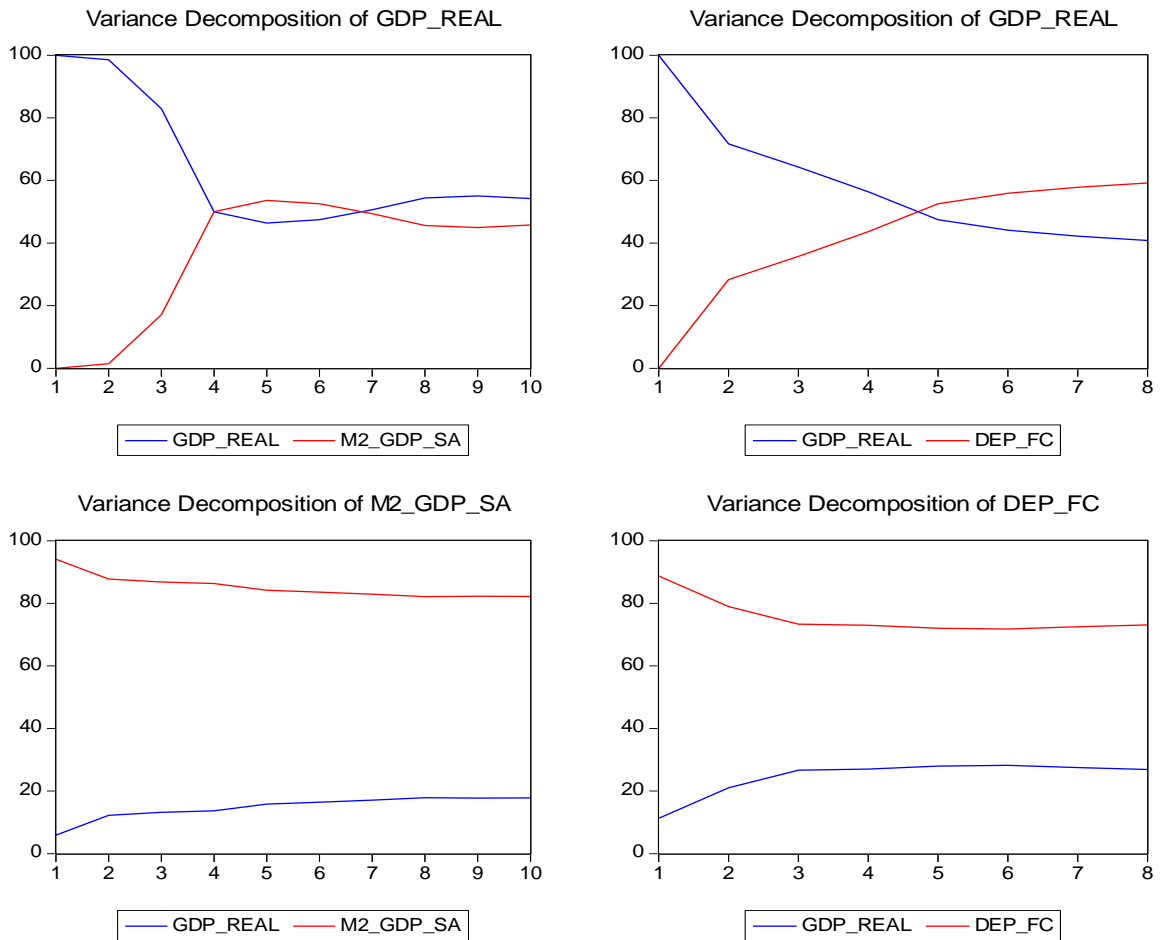


Рисунок 3.34 – Декомпозиція дисперсії помилок прогнозу індексу реального ВВП (GDP_REAL) та рівней доларизації (DEP_FC) і монетизації ($M2_GDP$)

Таблиця 3.14 Декомпозиція дисперсії помилок прогнозу (%) показників $m2_gdp$, dep_fc та gdp_real

Показник	Період	Dep_FC	M2_GDP	Gdp_Real
Рівень монетизації ($m2_gdp$)	1		92	8
	2		89	11
	4		87	13
	10		84	16
Рівень доларизації (dep_fc)	1	88		12
	2	80		20
	4	72		28
	10	73		27
Реальний ВВП (gdp_real)	1	0	0	
	2	28	1	
	4	42	50	
	10	56	46	

Систематизація проведеного дослідження відносно визначення реакції індикаторів ФСЕ протягом 8 прогнозних кварталів на збільшення на одне стандартне відхилення (умовно приймається за 1%) інструментів ВП та взаємозалежних монетарних показників представлена у таблиці 3.15.

Таблиця 3.15 Імпульсні відгуки показників валютного курсу: НЕОК, РЕОК та міжбанківського валютного курсу (прогноз на 8 кварталів)

Результуючий показник	Фактор, що впливає	Відгук залежної змінної	Накопичений відгук
НЕОК (NEER)	зростання рівня зовн. боргу на 1%	зменшення на 0,5% до 3 кварталу	девальвація на 0,4%
РЕОК (REER)	зростання рівня зовн. боргу на 1%	зменшення на 0,7% до 3 кварталу	девальвація на 0,4%
Міжбанківський валютний курс UAH/USD (Ex_Rate)	зростання сальдо бюджету на 1%	зменшення на протязі 8 кварталів	ревальвація на 1%
	зростання рівня монетизації на 1%	укріплення курсу до 3 кв. на 1,5%	ревальвація на 1%
	зростання рівня доларизації на 1%	зменшення курсу до 4 кв. на 2%	девальвація на 1,6%
	зростання на 1% грошової бази	1 кв. укріплення на 1%, з 2 кв. зростання	девальвація на 1%
	зростання відношення валютних резервів до імпорту на 1%	укріплення курсу до 5-го кв. на 0,7%	ревальвація на 0,4%
	підвищення H2 на 1 %	укріплення курсу до 4 кв. на 0,6%	ревальвація на 0,2%
	1% зростання реального ВВП	укріплення курсу на 0,5%	ревальвація на 0,5%
Індекс споживчих цін (ISC)	збільшення <i>mb_rez</i> на 1%	стійке зниження	зменшення на 2,1%
	зростання індексу цін виробників на 1%	стійке зростання до 7 кварталу	збільшення на 2%

Продовження таблиці 3.15

Індекс цін виробників (IPC)	збільшення mb_rez на 1%	зменшення до 5 кв. на 3%	зменшення на 2,8%
	зростання ВВП реального на 1%	стійке зменшення з 1,6% до -0,2%	зменшення на 0,2%
	збільшення рівня монетизації на 1%	1-4 кв. – зростання: до 2,8%; 5-8 кв. – зниження	збільшення на 1%
Реальний ВВП (GDP_Real)	зростання індексу цін виробників на 1%	1-2 кв. – зростання на 2%, 3-7 кв. – зменшення на 6%	зменшення на 3%
	збільшення рівня монетизації на 1%	зростання до 4 кв. на 1,4%, потім стійке зниження	зменшення на 0,3%
	збільшення рівня доларизації на 1%	зменшення до 5 кв. на 1,2%	зменшення на 0,7%
	девальвація вал. курсу на 1%	падіння на 1,4% до 2 кв., відновлення у 3-8 кварталах	відсутній
Сальдо бюджету /ВВП (BUDG)	зростання NEER на 1%	збільшення з 2 кварталу	збільшення на 0,6%
	зростання Ex_Rate на 1%	зниження до 5 кварталу	зменшення до -1%
Зовнішній борг/ВВП (Debt)	зростання НЕОК на 1%	стійке зниження на протязі 8 кварталів	зменшення на 3%
	зростання РЕОК на 1%	зниження до 3 кварталу	зменшення на 1,1%
Державний борг/ВВП	збільшення на 1% rez_imp	зменшення до 5 кв. на 0,7%	зменшення на 0,5%
Рівень монетизації (M2_Gdp)	зростання рівня доларизації на 1%	зростання у 2-9 кварталах	зростання на 0,7%
	девальвація курсу гривні на 1%	зниження з 2-го кварталу	зменшення на 0,6%
	збільшення на 1% rez_imp	зменшення до 2 кв. на 0,3%, зростання у 3 кв. до 0,5%	збільшення на 0,2%
	зростання індексу цін виробників	зменшення до 2 кв. на 3,8%	зменшення на 1%
	зростання ВВП реального на 1%	незначні коливання	зменшення на 0,2%

Продовження таблиці 3.15

Рівень доларизації (Dep_FC)	девальвація курсу гривні на 1%	зниження на всьому інтервалі	зменшення на 1%
	зростання рівня монетизації на 1%	зростання з 3-го кварталу	зростання на 1,4%
Рівень доларизації	збільшення на 1% rez_imp	зменшення до 6 кв. на 0,6%	зменшення на 0,6%
Рівень доларизації	зростання ВВП реального на 1%	зниження до 5 кв. – на 0,8%	зменшення на 0,6%
Грошова база (MB)	девальвація курсу гривні на 1%	зменшення на протязі 3-х кварталів на 1,8%	зменшення на 1,6%
Грошова база / вал. резерви (MB_Rez)	зростання індексу цін виробників на 1%	стійке зростання	збільшення на 6,2%
Валютні резерви/імпорт (Rez_Imp)	девальвація курсу гривні на 1%	зростання до 2 кв. на 0,7%, зниження у 3-6 кварталах	зменшення на 0,2%
	зростання рівня монетизації (m2_gdp) на 1%	1-3 кв. – падіння на 0,9 %, 4-6 кв. – зростання на 1,1%	відсутній
	збільшення рівня доларизації на 1%	зростання на 0,6% до 4 кварталу	збільшення на 0,5%
	збільшення держ. борг/ВВП на 1 %	збільшення на 0,4% до 2 кв., падіння на 0,7% у 3-6 кв.	зменшення на 0,3%
Норматив адекватності капіталу Н2 (N2)	девальвація курсу гривні на 1%	спочатку зниження, з сер. 1 кварталу стійке зростання	збільшення на 4%

Дослідження показало наявність довгострокових зв'язків між рівнем валютного курсу та такими факторами фінансової стабільності, як рівень монетизації, кредитування та доларизації економіки, показники боргового навантаження та забезпеченості золотовалютними резервами. Можна зробити висновок, що канал валютного курсу не працює повноцінно,

оскільки не впливає на кінцевий випуск товарів в країні. І це невипадково, оскільки очікувані ефекти у підвищенні конкурентоспроможності вітчизняних товарів, зростанні економіки та фінансовій стабілізації через девальвацію національної валюти наприкінці 2008р. так і не були досягнуті. Частина відповідальності за це, безумовно лежить на НБУ, який проводить рестрикційну монетарну політику у боротьбі з інфляцією, внаслідок чого низький рівень кредитування у кризовий період зневілював позитивні ефекти девальвації. В цих умовах заходи ЦБ щодо зниження рівня доларизації є виправданими, оскільки сприяють як зменшенню валютних ризиків, так і посиленню дії каналу валютного курсу. Для отримання позитивного ефекту вони мають бути поступовими, прогнозованими, що відповідають очікуванням економічних суб'єктів.



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 ДО РОЗДІЛУ 3

Дослідження механізму фінансової стабільності української економіки в роботі умовно поділено на три етапи: 1) виявлення слабких місць макроекономічної політики; 2) визначення найбільш впливових інструментів валютної та грошово-кредитної політики та їх внесок у забезпечення короткострокової та довгострокової фінансової стабільності економіки; 3) пошук довгострокових зв'язків між виявленими факторами, які збалансовують економічні процеси. Для реалізації першого завдання було проведено ранжування критичних параметрів у всіх групах ФСЕ, що становлять загрозу фінансовій безпеці країни на національному рівні; другий та третій етапи дослідження проводились з використанням економетричних моделей векторної авторегресії та корекції помилки.

Результати проведеного у третьому розділі дослідження дають можливість зробити такі висновки:

1. Категорія фінансової стабільності досить багатогранна. Вона базується на макроекономічній рівновазі та включає грошову, валютну, боргову, бюджетну стабільність, стійкість банківської системи і фінансових ринків. Безпосередньо фінансова стабільність не є гарантом економічного зростання в країні, але її відсутність стає каталізатором внутрішніх кризових процесів, що негативно позначається на діяльності її зовнішніх торговельних і фінансових партнерів.

2. Доведено, що необхідною умовою збалансованого розвитку фінансової системи є збереження купівельної спроможності національної грошової одиниці, яка виражається у дотриманні низьких показників інфляції та стабільного валютного курсу. При цьому валютний курс є інструментом, який повинен, з одного боку, стимулювати експорт, не перешкоджаючи необхідному країні імпорту, а з іншого – забезпечувати стійкість до можливих зовнішніх шоків.

3. Встановлено, що основними чинниками, які визначали формування валютного курсу в Україні на протязі 2000-2011 рр., були залишки на

кореспондентських рахунках комерційних банків, забезпечення грошової бази золотовалютними резервами, рівень доларизації та монетизації економіки, обсяг зовнішнього боргу країни. Велика частка валютних депозитів і кредитів у структурі балансів комерційних банків, надмірний зовнішній борг на фоні зростаючого дефіциту платіжного балансу та бюджету виявилися ключовими девальваційними факторами для гривні у 2008 р.. Наразі тенденція до зменшення ЗВР на тлі збільшення гривневої грошової маси становить основну загрозу знецінення національної валюти.

4. На підставі дослідження коінтеграційних векторів VEC-моделей зроблено висновки щодо напрямку зв'язків та швидкості, з якою валютно-монетарні фактори та параметри ФСЕ відновлюють довгострокову рівновагу внаслідок дії певного шоку. Відсутність короткострокових та довгострокових зв'язків між відсотковою ставкою та валютним курсом підтвердила невідповідність дії валютного каналу трансмісійного механізму в Україні загальноприйнятим правилам, коли підвищення облікової ставки веде до укріплення національної валюти, зменшення експорту та сукупного попиту, а відтак зменшенню рівня цін. При цьому емпірично встановлено функціонування валютно-монетарного каналу, що виражається у прямому ефекті міжбанківського валютного курсу на грошову пропозицію і рівень внутрішніх цін, а також у довгостроковому взаємозв'язку «розрахункового» обмінного курсу (відношення грошової бази до ЗВР) з індексами споживчих цін і цін виробників. Підтверджено взаємозалежність складових індексу ЕМРІ у довгостроковому періоді та визначальну роль збалансованості державних фінансів в ефективній реалізації механізму ВП.

5. Обґрунтована практична цінність представлених авторегресійних моделей (VAR) і моделей корекції помилки (VEC), яка полягає в можливості проведення сценарного аналізу та прогнозуванні реакції ключових показників ФСЕ на зміни у ВП та негативні внутрішні і зовнішні шоки.

6. Для подальшої макроекономічної та фінансової стабілізації в Україні необхідно створити окремий від НБУ незалежний орган нагляду і

регулювання діяльності фінансових установ. Це може бути комісія з фінансової стабільності, яка об'єднає функції існуючих зараз регуляторів фінансового ринку і запровадить обов'язкове стрес-тестування на основі міжнародних стандартів звітності усіх фінансових установ: комерційних банків, страхових компаній, компаній управління активами, пенсійних фондів, кредитних спілок

7. Встановлена різнопланова залежність між ступенем доларизації банківської системи та рівнем ВК (знецінення ВК при збільшенні валютних кредитів та укріплення ВК при зростанні заощаджень в іноземній валюті), а також істотне збільшення готівкової валюти поза банківською системою вимагає, окрім заборони кредитування в іноземній валюті, створити сприятливі умови для залучення внутрішніх валютних ресурсів у банківську систему і до ЗВР країни через механізми своп-операцій та надання НБУ прозорого гривневого рефінансування комерційним банкам під заставу іноземної валюти. Слід зазначити, що політика посилення привабливості депозитів в національній валюті за рахунок підвищення нормативів резервування за валютними вкладками має супроводжуватися поширенням серед населення альтернативного інструменту – казначейських зобов'язань в іноземній валюті та появою на ринку грошей державного гравця (Міністерство фінансів, НБУ чи Державне казначейство), який запропонує довготерміновий ресурс у гривні через інструменти відкритого ринку, відкриті торги тощо для зменшення «дороговизни» гривневих депозитів. Заходи по зменшенню рівня доларизації економіки мають стосуватися всіх її складових: фінансової, транзакційної і цінової та полягають у зменшенні рівня інфляції, забезпеченні адекватного рівня ВК та ЗВР, збільшенні довіри до політики НБУ та її координація із загальною економічною та бюджетною політикою держави.

Основні положення даного розділу дисертаційної роботи опубліковано в статтях [255], [256], [257], [258], [259], [260], [261], [262].

ВИСНОВКИ

У дисертації надано теоретичне узагальнення і запропоновано нове вирішення наукової проблеми, що виявляється в комплексному науково-методичному підході до оцінювання ефективності ВП з точки зору впливу її інструментів на ФСЕ країни, що базується на аналізі короткострокових і довгострокових зв'язків між показниками фінансового та реального секторів економіки. Основні висновки виконаного дисертаційного дослідження полягають у наступному:

1. Фінансова глобалізація та поширення кризових процесів переносять акцент у діяльності ЦБ на підтримку стабільності фінансової системи, необхідної для сталого економічного розвитку країни. Доведено, що роль ВП полягає у підтриманні валютного режиму, який відповідає обраній монетарній стратегії, гарантуванні зовнішньої стабільності національної валюти, забезпеченні запасу міцності для нейтралізації зовнішніх і внутрішніх шоків.

2. На підставі комплексного структурно-декомпозиційного аналізу визначено та систематизовано механізм забезпечення ФСЕ, у складі якої виділено наднаціональну, макроекономічну, макрофінансову та мікрофінансову підсистеми. Конкретизовано об'єкти, суб'єкти, ризики та інструменти підтримання ФСЕ, механізми їх взаємодії в контексті реалізації валютної політики.

3. Удосконалено структурно-логічну побудову механізму реалізації ВП з урахуванням розширення функцій ЦБ та особливостей переходу до монетарного режиму інфляційного таргетування в країнах з ринками, що формуються. Уточнено цілі, функції, завдання, елементи та інструменти ВП, визначено принципи її взаємодії з механізмами ГКП та макропруденційного регулювання.

4. Обґрунтовано, що в умовах фінансово-економічної нестабільності в світі для кращого реагування на зовнішні шоки ЦБ слід відмовитися від прив'язки курсу гривні до долара на користь кошика валют як одного з етапів

переходу до плаваючого режиму валютного курсу. Встановлено, що довгострокова стратегія ВП має формуватися з урахуванням стану ФСЕ і потребує проведення стрес-тестування на макро- та мікрорівні, посилення курсової прогнозованості, запровадження інструментів зниження валютних ризиків для учасників валютного ринку та “процентного коридору” між офіційними та ринковими ставками відсотка. Основними напрямками поточної політики визначені: забезпечення адекватного рівня та структури ЗВР, підтримання низького попиту на іноземну валюту з боку населення, проведення прозорої та регламентованої політики інтервенцій, вмотивоване спрямування валютної ліквідності банківської системи в реальний сектор.

5. Розвинуто науково-методичний підхід до оцінювання результативності ВП з погляду адекватності її інструментів економічній ситуації в країні і світі та забезпечення можливостей запобігти валютній кризі. Обґрунтовано, що для усунення розбіжностей у визначенні адекватності валютного курсу необхідне зміцнення конкурентних позицій та продуктивності національної економіки. Запропоновано включення до офіційних документів НБУ відповідних заходів реагування на критичні відхилення показників реального валютного курсу, ЗВР та процентних ставок на міжбанківському кредитному ринку, які є складовими індексу тиску на валютний ринок.

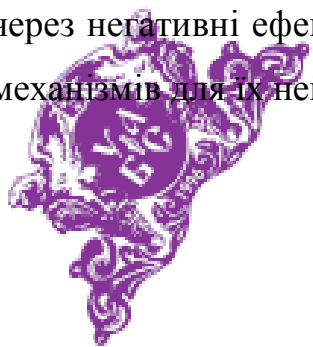
6. Запропоновано науково-методичний підхід до оцінювання ФСЕ України на підставі “карти оцінювання ризиків”, розробленої з урахуванням порівняльних характеристик країн з ринками, що формуються, та загальноприйнятих граничних значень індикаторів ФСЕ. Вона дозволяє визначити негативні тенденції у показниках монетарної, зовнішньої стабільності, фінансової стійкості банківського сектора, ділової активності, ГВП та бюджетної політики, які загрожують поширенню системних ризиків та виникненню фінансової кризи.

7. Розвинуто науково-методичний підхід до оцінювання ефективності ВП відносно швидкості та якості передавання імпульсів застосованих

інструментів на динаміку показників фінансового і реального секторів економіки та їх зворотної реакції з урахуванням особливостей дії трансмісійного механізму в Україні. З огляду на виявлені короткострокові (VAR) та довгострокові коінтеграційні (VEC) зв'язки між валютно-монетарними факторами та індикаторами ФСЕ, обґрунтовано основні напрямки структурних та інституціональних перетворень, реалізація яких має сприяти збільшенню запасу міцності фінансової системи для протистояння зовнішнім та внутрішнім шокам, а також підвищенню ефективності ВП у забезпеченні ФСЕ.

8. Емпірично встановлено функціонування валютно-монетарного каналу, що виражається у прямому ефекті міжбанківського валютного курсу на грошову пропозицію і рівень внутрішніх цін, а також у довгостроковому взаємозв'язку “розрахункового” обмінного курсу (відношення грошової бази до ЗВР) з індексами споживчих цін і цін виробників. Підтверджено взаємозалежність складових індексу ЕМРГ у довгостроковому періоді та визначальну роль збалансованості державних фінансів в ефективній реалізації механізму ВП.

9. Дослідження підтвердило, що посилення дієвості трансмісійного механізму в період фінансової нестабільності потребує зменшення рівня доларизації, волатильності відсоткових ставок з одночасним підвищенням забезпеченості ЗВР. Доведено, що вжиті для цього заходи НБУ та уряду щодо нарощування зовнішнього боргу, обмеження банківської ліквідності та запровадження нових валютних інструментів носять суперечливий характер через негативні ефекти на стан ФСЕ і вимагають запровадження додаткових механізмів для їх нейтралізації.



СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

1. Історія економічних вчень: Навчальний посібник / За ред. В. В. Кириленка. – Тернопіль: "Економічна думка", 2007. – 233 с.
2. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: Учебник / Под ред. Л. Н. Красавиной. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2005. – 576 с.
3. Киреев А. П. Международная макроэкономика: открытая экономика и макроэкономическое программирование / А. П. Киреев // Международная экономика. Ч. 2. – М.: Международные отношения, 2001. – 488 с.
4. Ершов М. В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире (кризисный опыт 90-х) / М. В. Ершов. – М.: Экономика, 2000. – 319 с.
5. Михайлов А. Незамеченная революция денег [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://gazeta.ru/comments/2011/08/15_a_3733537.shtml. – Назва з екрана.
6. Головнин М. Ю. Теоретические основы денежно-кредитной политики в условиях глобализации – М.: Институт экономики РАН, 2008. – 48 с.
7. Brunner K. The Role of Money and Monetary Policy / K. Brunner // Federal Reserve Bank of St. Louis Review 50. – 1968. – P. 9 – 24.
8. Фридмен М. Основы монетаризма / Под науч. ред. Д. А. Козлова. – М.: ТЕИС, 2002. – 175 с.
9. Фещенко В. М. Монетаризм як теорія грошей та інструмент економічного розвитку / В. М. Фещенко // Фінансовий ринок України. — 2009. — № 9. — С. 3–6.
10. Береславська О. І. Валютний курс і зовнішня торгівля: теоретичні й емпіричні аспекти взаємозв'язку / О. І. Береславська // Фінанси України. — 2009. — №3. — С.66–76.
11. История экономических учений / Под ред. В. Автономова, О. Ананьина, Н. Макашевой: Учеб. пособие. – М.: ИНФРА-М, 2001. – 784 с.

12. Основы международных валютно-финансовых и кредитных отношений: учебник / под ред. В. В. Круглова. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 432 с.
13. Coulibaly B. Monetary Policy in Emerging Market Economies: What lessons from the global financial crisis? [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2012/1042/ifdp1042.pdf>. – Назва з екрану.
14. Панилов М. А. Развитие теорий валютного курса и эволюция принципов его моделирования [Электронный ресурс] / М. А. Панилов // Аудит и финансовый анализ. – 2009. – № 4. – Режим доступа: <http://www.auditfin.com/fin/2009/4/Panilov/Panilov%20.pdf>. – Назва з екрану.
15. Моисеев С. Р. Макроанализ валютного курса: от Касселя до Обстфельда и Рогоффа / С. Р. Моисеев // Валютный спекулянт.–2003.– № 5.–С. 36-40.
16. Моисеев С. Р. Макроанализ валютного курса: от Касселя до Обстфельда и Рогоффа. Часть 2/ С. Р. Моисеев // Валютный спекулянт.– 2003.– № 6.– С. 56-61.
17. Миллер Р. Л., Ван-Хуз Д. Д. Современные деньги и банковское дело: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000. – 856 с.
18. Центральний банк та грошово-кредитна політика: підручник / А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна та ін. – К.: КНЕУ, 2005. – 556 с.
19. Про Національний банк України: Закон України від 20 травня 1999 р. № 679-XIV зі змінами і доповненнями. [Електронний ресурс]. – Режим доступа: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/679-14>. – Назва з екрану.
20. Основні засади грошово-кредитної політики на 2009 рік: Рішення Ради Національного банку України від 15.09.2008 р. №14. [Електронний ресурс]. – Режим доступа: <http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=52802>. – Назва з екрану.
21. Долан Э. Дж. Экономикс / Э. Дж. Долан, Б. Домненко. – М.: Лазурь, 1994. – 542 с.

22. Objective of monetary policy: European Central Bank [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/objective/html/index.en.html>. – Назва з екрану.
23. Outline of monetary policy: Bank of Japan [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/index.htm> – Назва з екрану.
24. Monetary policy report: Board of Governors of the Federal Reserve System [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_20140211_summary.htm. – Назва з екрану.
25. Financial stability reports: National Bank of Poland [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/systemfinansowy/stabilnosc.html>. – Назва з екрану.
26. Svensson L. Challenges for Monetary Policy [Електронний ресурс] / Lars E.O. Svensson // Princeton University. – January 2004. – Режим доступу: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.74.250&rep=rep1&type=pdf>. – Назва з екрану.
27. Лепушинський В. О. Науково-методичні основи оцінки результативності грошово-кредитної політики в Україні: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: спец. 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / Лепушинський В. О. – Суми, 2010. – 24с.
28. Базилінська О. Я. Макроекономіка: навч. посіб. / О. Я. Базилінська. – К.: Центр навчальної літератури, 2005. – 442 с.
29. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / За ред. В. С. Стельмаха. – К.: Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с.
30. Арбузов С. Г. Банківська енциклопедія / С. Г. Арбузов, Ю. В. Колобов, В. І. Міщенко, С. В. Науменкова. – К.: Центр наукових досліджень Національного банку України: Знання, 2011. – 504 с.
31. Полагнин Д. Д. Концептуальні засади валютної політики в Україні / Д. Д. Полагнин // Часопис економічних реформ. – 2012. – № 2 (6).

- [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://archive.nbuu.gov.ua/portal/soc_gum/Cher/2012_2/Polagnin.pdf. – Назва з екрану.
32. Журавка Ф. О. Валютна політика в умовах трансформаційних змін економіки України : монографія / Ф. О. Журавка. – Суми: Ділові перспективи : ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2008. – 334 с.
33. Дзюблюк О. В. Валютна політика: підручник / О. В. Дзюблюк. – К.: Знання, 2007. – 422 с.
34. Завальна Ж. В., Старинський М. В. Валютне право України: Навч. посібник. – 2-ге вид.–Суми: ВТД «Університетська книга», 2006. – 384 с.
35. Белінська Я. Можливості і наслідки валютно-фінансової лібералізації в Україні / Я. Белінська // Вісник НБУ. – 2006. – № 1. – С. 28–34.
36. Господарський кодекс України [Електронний ресурс]: за станом на 04 липня 2013 р./ Верховна Рада України – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/436-15>. – Назва з екрану.
37. Гальчинський А. С. Теорія грошей: навч.- метод. посіб./ А. С. Гальчинський. – 4-е вид., змін. і доп. – К. : Основи, 2001. – 411 с.
38. Козюк В. В. Центральний банк і грошово-кредитна політика: навч. посібник для вузів / В. В. Козюк. – Тернопіль: Джура, 1999. – 269 с.
39. Савченко А. Г. Макроекономіка: підручник. – К.: КНЕУ, 2005. – 441 с.
40. Щербакова О. Інфляція та монетарна політика Національного банку [Електронний ресурс]/ О. Щербакова // Дзеркало тижня. – 1 червня 2012. Режим доступу http://gazeta.dt.ua/ECONOMICS/inflyatsiya_ta_monetarna_politika_natsionalnogo_banku.html. – Назва з екрану.
41. Ковалев М. Макропруденціальні механізми забезпечення фінансової стабільності [Електронний ресурс] / М. Ковалев, С. Пасеко // Банковский вестник Национального банка Республики Беларусь. – 2013. – № 7/588. – С. 3–13– Режим доступу: <http://www.nbrb.by/bv/arch.asp?id=588>. – Назва з екрану.

42. Белінська Я. В. Фінансова стабільність: сутність і напрями забезпечення / Я. В. Белінська, В. П. Биховченко // Стратегічні пріоритети. – 2010. – № 4(17). – С. 57–67.
43. Новий курс: реформи в Україні. 2010–2015. Національна доповідь / за заг. ред. В. М. Гейця [та ін.]. – К.: НВЦ НБУВ, 2010. – 232 с.
44. Петрик О. Якою має бути організаційна структура банківського нагляду в Україні? / О. Петрик // Вісник НБУ. – 2009. – № 11 – С. 3–7.
45. Сомик А. В. Умови середовища реалізації грошово-кредитної політики в Україні / А. В. Сомик // Фінанси України. – 2009. – № 6 – С. 39–52.
46. Goodhart C. The Changing Role of Central Banks [Електронний ресурс] / C. Goodhart // BIS Working Papers. – 2010. – № 326. – Режим доступу: <http://www.bis.org/events/conf100624/goodhartpaper.pdf>. – Назва з екрану.
47. Benigno G. Financial crises and macro-prudential policies [Електронний ресурс] / G. Benigno, H. Chen, S. Otrok // Journal of International Economics. – 2012. – № 6. – Режим доступу: http://www.iadb.org/research/pub_hits.cfm?pub_id=35673266. – Назва з екрану.
48. Bernanke B.S. Inflation targeting: Lessons from the international experience [Електронний ресурс] / B. Bernanke, T. Laubach, F. Mishkin, A. Posen // Princeton University Press. – 1999. – Режим доступу: http://press.princeton.edu/chapters/s02_6380.pdf. – Назва з екрану.
49. Obstfeld M. The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies and Capital Mobility [Електронний ресурс] / M. Obstfeld, J. Shambaugh, A. Taylor // NBER Working Paper № 10396. – March 2004. – Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w10396>. – Назва з екрану.
50. Гребеник Н. Основні віхи у формуванні та проведенні грошово-кредитної (монетарної) політики в Україні / Н. Гребеник // Вісник НБУ. – 2007. – № 5. – С. 12–22.
51. Taylor J. B. The monetary transmission mechanism and the evaluation of monetary policy rules [Електронний ресурс] / J. B. Taylor // Journal of Economic Perspectives. – 1995. – № 9. – Р. 11–26. Режим доступу:

- http://www.bcentral.cl/estudios/banca-central/pdf/v4/021_046Taylor.pdf. – Назва з екрану.
52. Монетарний трансмісійний механізм в Україні: Науково-аналітичні матеріали. Вип. 9 / В.І. Міщенко, О.І. Петрик, А.В. Сомик, Р.С. Лисенко та ін. – К.: НБУ. Центр наукових досліджень, 2008. – 144 с.
53. Фельдштейн М. Куда делась инфляция? / М. Фельдштейн // [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.forexpf.ru/news/2013/07/14/ak1t-kuda-delas-inflyatsiya.html>. – Назва з екрану.
54. Batini N. Optimal Exchange Rate Stabilization in a Dollarized Economy with Inflation Targets [Електронний ресурс] / N. Batini, P. Levine, J. Pearlman // Central Reserve Bank of Peru. – 2008. – N 2008-004. – Режим доступу: <http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Documentos-de-Trabajo/2008/Working-Paper-04-2008.pdf>. – Назва з екрану.
55. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/> – Назва з екрану.
56. Журавка Ф.О. Проблемні аспекти вибору оптимального режиму валютного курсу в Україні / Ф.О. Журавка // Вісник УАБС. – 2007. – № 1 (22). – С. 14-18.
57. Williamson J. The Crawling Peg in Historical Perspective, in Exchange Rate Rules: The Theory, Performance and Prospects of the Crawling peg / J. Williamson. – NY: St. Martin's Press, 1981. – 42 p.
58. Гнучкий режим курсоутворення: етапи запровадження та можливі наслідки для економічного розвитку України: наук.-аналіт. матер (вип. 15) / В. І. Міщенко, І. А. Нідзельська, А. П. Кулінець та ін. // К.: ЦНД НБУ, 2010. – 124 с.
59. Roger S. Hybrid Inflation Targeting Regimes [Електронний ресурс] / S. Roger, J. Restrepo, C. Garcia // International Monetary Fund. – 2009.– Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09234.pdf>. – Назва з екрану.

60. Schinasi G.J. Safeguarding financial stability: theory and practice / G. Schinasi. – Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2005. – 312 p.
61. Козюк В. Монетарні аспекти розвитку поглядів на проблему забезпечення глобальної фінансової стабільності / В. Козюк // Вісник НБУ. – 2007. – № 4. – С. 34–39.
62. Foot M. What is financial stability and how do we get it? [Електронний ресурс] / М. Foot // ACI (UK) The Roy Bridge Memorial Lecture. – April 2003. – Режим доступу: <http://www.fsa.gov.uk/Pages/Library/Communication/Speeches/2003/sp122.shtml>. – Назва з екрану.
63. Каллаур П. В. Финансовая стабильность как цель деятельности центрального банка [Електронний ресурс] / П. В. Каллаур // Банковский вестник Национального банка Республики Беларусь. – 2010. – № 1 (474). – С. 5–11. – Режим доступу: <http://www.nbrb.by/bv/arch.asp?id=474>. – Назва з екрану.
64. Унковська Т. Є. Системне розуміння фінансової стабільності: розв'язання парадоксів / Т. Є. Унковська // Економічна теорія. – 2009. – № 4. – С.14–33.
65. Crockett A. The Theory and Practice of Financial Stability [Електронний ресурс] / А. Crockett // Global Economic Institutions Newsletter Issue. – 1997. – № 6. – Режим доступу: <http://www.cepr.org/gei/бrep2.htm>. – Назва з екрану.
66. Minsky H. P. The Financial Instability Hypothesis [Електронний ресурс] / H. P. Minsky // The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Working paper No. 74. – May 1992. – 10 p. – Режим доступу: <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp74.pdf>. – Назва з екрану.
67. Mishkin F.S. Global Financial Instability: Framework, Events, Issues [Електронний ресурс] / F. S. Mishkin // The Journal of Economic Perspectives. – 1999. – Vol. 13. – 37 p. – Режим доступу: <http://www.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/jep99.pdf>. – Назва з екрану.

68. Fisher I. The Debt – Deflation Theory of Great Depressions / I. Fisher // *Econometrica*. – 1933. – Vol. 1 (October). – P. 337-357.
69. Показатели финансовой устойчивости. Руководство по составлению [Электронный ресурс]. – Вашингтон, США: Международный валютный фонд, 2007. – 326с. – Режим доступа: http://www.bank.gov.ua/FSI/FSI_russian.pdf. – Назва з екрану.
70. Kindleberger C. Manias, panics and crashes: a history of financial crises / C. Kindleberger. – NY: John Wiley & Sons, 1996. – 263 p.
71. Davis P. Theories of financial instability and the role of incentives [Электронный ресурс] / Ph. Davis // Brunel University. – April 2005. – Режим доступа: <http://www.ephilipdavis.com/central%20banking%202005a.pdf>. – Назва з екрану.
72. Мониторинг финансовой нестабильности в развивающихся экономиках (на примере России): монография [Электронный ресурс] / С. М. Дробышевский, С. Г. Синельников, П. В. Трунин и др. – М.: ИЭПП, 2007. – 106 с.– Режим доступа: <http://www.iet.ru/files/text/working>. – Назва з екрану.
73. Каллаур П. В. Концепт «финансовая стабильность» / П. В. Каллаур // *Белорусский экономический журнал*. – 2007. – № 1. – С. 25-37.
74. Карпінський Б. А. Методологія формування інтегрального індикатора збалансованості фінансової системи України в контексті фінансової безпеки/ Б. Карпінський//*Економічний простір*.–2008.–№ 11. С. 147–162.
75. Сухоруков А. І. Фінансова безпека держави: навчальний посібник / А. І. Сухоруков, О. Д. Ладюк. – К.: Центр учбової літератури, 2007. – 192 с.
76. Методика розрахунку рівня економічної безпеки: Наказ Міністерства економіки України № 60 від 02.03.2007 [Електронний ресурс]. – Режим доступа: <http://www.kmu.gov.ua/control/ru/publish> (Дата звернення 02.10.2010).
77. Александров В. В. Финансово–кредитная система как фактор экономической безопасности транзитивного общества /

- В. В. Александров, Г. В. Задорожный, Е. Е. Юрченко. – Харьков: Харьковский национальный университет им. В. Каразина, 2002. – 235 с.
78. Забезпечення фінансової стабільності в Україні в умовах пост-кризової економіки / Я. В. Белінська, Д. С. Покришка, О. О. Молдован [та ін.] – К.: НІСД, 2011. – 88 с.
79. Гриценко А. Стабільність грошової одиниці як ціль монетарної політики / А. Гриценко // Вісник Національного банку України. – 2002. – № 11. – С. 20–22.
80. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку: Монографія. – Суми: УАБС НБУ, 2008. – 348 с.
81. Рекуненко І. І. Формування та розвиток інфраструктури фінансового ринку України: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня докт. екон. наук: спец. 08.00.08 гроші, фінанси і кредит/ І. Рекуненко.–Суми, 2013.–44 с.
82. Єрмошенко М. М., Гарячева К. С. Фінансова складова економічної безпеки: держава і підприємництво. Наукова монографія. – К.: ВНЗ «Національна академія управління», 2010. – 248 с.
83. Смирнов А. В. Российская экономика: финансовая стабильность возможна [Електронний ресурс] / А. В. Смирнов // Финансы.Ru. – 2008. –№ 1.–Режим доступу <http://www.finansy.ru>. (Дата звернення 02.02.2010).
84. Eichengreen B. Exchange market mayhem. The antecedents and aftermath of speculative attacks [Електронний ресурс] / B. Eichengreen, A. Rose, C. Wyplosz // Economic Policy. – 1995. – № 10. – P. 249–312.– Режим доступу: <http://faculty.haas.berkeley.edu/aroze/ERW3EP.pdf>. – Назва з екрану.
85. Гальчинський А. С. Світова грошова криза: витоки, логіка трансформацій [Електронний ресурс] / А. С. Гальчинський // Дзеркало тижня. – № 42(721) (8-14 листопада 2008р). – Режим доступу: <http://www.dt.ua/2000/2020/64615>. – Назва з екрану.
86. Сорос Дж. Життєва необхідність регуляції світової економіки [Електронний ресурс]/ Дж. Сорос // Економічна правда. – 2009. – 25

- червня. – Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/markets/4a4338564d328/>. – Нзва з екрану.
87. Економічна енциклопедія: У трьох томах. Т. 2 / Ред. кол. С.В. Мочерний та ін. – К.: Видавничий центр “Академія”, 2001. – 360 с.
88. Маринич Т. О. Валютна політика у забезпеченні фінансової стабільності економіки / Т. О. Маринич // Економіка, фінанси, право. – 2012. – № 12. – С. 9–13.
89. Назаренко Т. О. Платіжна криза в Україні: причини, наслідки та перспективи подолання / Т. О. Назаренко // Механізм регулювання економіки, економіка природокористування, економіка підприємства та організація виробництва. – Суми: СумДУ, 2000. – Випуск 1.
90. Макаренко М. И. Платежный кризис в Украине: причины, последствия и перспективы преодоления / М. И. Макаренко, Т. А. Назаренко // Экономика и маркетинг XXI века: материалы I международной научной конференции. Том 2. – Донецк: ДонГУ. – 2000. – С. 31–32.
91. Маринич Т. О. Вплив лібералізації валютного законодавства на розвиток конкуренції на ринку строкових валютних інструментів та транскордонних послуг / Т. О. Маринич // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика: тези доповідей II Міжнародної науково-практичної конференції. – Суми: ДВНЗ УАБС НБУ. – 2007. – С. 136–137.
92. Маринич Т. О. Валютна політика НБУ у забезпеченні фінансової стабільності економіки / Т. О. Маринич // Актуальні проблеми економіки і управління в сучасних соціально-економічних умовах: збірник матеріалів міжнародної науково-практичної інтернет-конференції 02–03 жовтня 2012 р. – Дніпропетровськ: Герда, 2012. – С. 220–222.
93. Гриценко А. А. Институт таргетування інфляції: зарубіжний досвід і перспективи запровадження в Україні : наукова доповідь / Гриценко А. А., Кричевська Т. О., Петрик О. І. – К. : Ін-т економіки та прогнозування НАНУ, 2008. – 272 с.

94. Дзюблюк О. Стратегія монетарної політики Національного банку України та її вплив на економічний розвиток / О. Дзюблюк // Вісник НБУ. – 2008. – № 1. – С. 8–15.
95. Грошово-кредитні засоби регулювання економіки: монографія / за заг. ред. Л. В. Кривенко. – Суми: ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2010. – 210 с.
96. Про реформу грошової системи України: Постанова Кабінету Міністрів України і Національного банку України від 8 листопада 1992 р. № 610-2. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
97. Про систему валютного регулювання і валютного контролю: Декрет Кабінету Міністрів України від 19.02.1993 р. № 15-93 // Відомості ВР України. – 1993. – №17.
98. Про тимчасовий порядок використання надходжень в іноземній валюті: Декрет Кабінету Міністрів України від 19 лютого 1993 р. № 16. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
99. Про додаткові заходи щодо вдосконалення валютного регулювання: Постанова Правління Національного банку України від 26 листопада 1993 р. № 962. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
100. Про невідкладні заходи щодо посилення валютного контролю: Указ Президента України від 8 червня 1993 р. № 195. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
101. Про вдосконалення валютного регулювання: Указ Президента України від 22 серпня 1994 р. № 457. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
102. Про заходи щодо лібералізації валютного ринку України: Постанова Правління Національного банку України від 16 травня 1995 р. № 119. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
103. Про невідкладні заходи щодо повернення в Україну валютних цінностей: Указ Президента України від 22 червня 1994 р. № 319. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.

104. Про затвердження Положення про порядок надання індивідуальних ліцензій на відкриття резидентами рахунків в іноземних банках: Постанова Правління НБУ від 29 грудня 1995 р. № 328. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
105. Про затвердження Положення про порядок надання індивідуальних ліцензій та свідоцтв про реєстрацію на одержання кредитів в іноземній валюті від іноземних кредиторів: Постанова Правління НБУ від 29 грудня 1995 р. № 329. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
106. Тимчасовий порядок ведення уповноваженими банками України відкритої валютної позиції з купівлі – продажу безготівкової іноземної валюти на валютному ринку України: постанова Правління НБУ від 3 січня 1996 р. № 1. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
107. Про використання іноземної валюти як засобу платежу на території України: Постанова Правління НБУ від 16 травня 1995 р. № 125. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
108. Про стабілізацію валютного ринку України: Постанова Правління НБУ від 18.09.1995 р. № 227. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
109. Про порядок здійснення розрахунків в іноземній валюті: Закон України від 23 вересня 1994 року № 185/94-ВР зі змінами та доповненнями. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
110. Про уніфікацію курсу карбованця до іноземних валют та лібералізацію валютного ринку України: Постанова Правління НБУ від 22 жовтня 1994 р. № 174-А. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
111. Найденов В. С., Сменковский А. Ю. Инфляция и монетаризм. Уроки антикризисной политики. – Б. Ц.: ОАО "Белоцерковская книжная фабрика", 2003. – 352 с.

112. Пасічник О. В. Валютний курс гривні: динаміка та основні чинники формування / О. В. Пасічник // Актуальні проблеми економіки. – 2003. – № 8(26). – С.98-110.
113. Про затвердження антикризових заходів фінансової стабілізації: Постанова Кабінету Міністрів України і Національного банку України від 10 вересня 1998 р. № 1413. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
114. Про затвердження Положення про порядок реєстрації та одержання резидентами кредитів в іноземній валюті від іноземних кредиторів: Постанова Правління НБУ від 7 травня 1997 р. № 144. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
115. Про невідкладні заходи щодо стабілізації діяльності комерційних банків: Постанова Правління Національного банку України від 2 жовтня 1998 р. № 412. [Електр. ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
116. Про порядок регулювання діяльності банків в Україні: Постанова Правління НБУ від 28 серпня 2001 р. № 368. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
117. Про внесення змін до деяких декретів Кабінету Міністрів України з питань валютного регулювання: Закон України від 3 червня 1997 р. № 295-97/ВР. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
118. Про введення обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті на користь резидентів: Постанова Правління НБУ від 4 вересня 1998 р. № 349 зі змінами та доповненнями. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
119. Про встановлення тимчасового порядку кредитування в іноземній валюті: Постанова Правління НБУ від 20 листопада 1998 р. № 489. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
120. Про затвердження правил здійснення операцій на міжбанківському валютному ринку України: Постанова Правління НБУ від 18 березня

- 1999 р. № 127 зі змінами та доповненнями. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
121. Марчук В. П. Деякі питання валютного регулювання в Україні у кризові періоди / В. П. Марчук // Проблеми і перспективи банківської системи України: Збірник наукових праць. – 2009. – № 26. – С. 10–20.
122. Основні засади грошово-кредитної політики на 2002 рік: затверджено рішенням Ради Національного банку України від 14.09.2001 № 24. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=36092>. – Назва з екрану.
123. Основні засади грошово-кредитної політики на 2003 рік: затверджено рішенням Ради Національного банку України від 10.09.2002 № 13. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=36091>. – Назва з екрану.
124. Про курсову політику у 2000 році: Заява Кабінету Міністрів України і Національного банку України від 21 лютого 2000 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://ua-info.biz/legal/baseyp/ua-zmeuyt.htm>. – Назва з екрану.
125. Про затвердження Положення про валютний контроль: Постанова Правління Національного банку України від 08.02.2000 р. № 49. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
126. Про скасування обмежень на попередню (авансову) оплату за імпортними договорами: Постанова Правління Національного банку України від 10 червня 1999 р. № 281. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
127. Про внесення змін до нормативно-правових актів Національного банку України з питань кредитування в іноземній валюті: Постанова Правління НБУ від 22 грудня 1999 р. № 601. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
128. Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів: Постанова Правління НБУ від 12

листопада 2003 р. № 496. [Електронний ресурс]. – Режим доступу:
<http://www.zakon.rada.gov.ua>.

129. Лепушинський В.О. Інфляція в Україні – як наслідок макроекономічних дисбалансів/ В. Ф. Бесєдін, А. С. Музиченько, В. О. Лепушинський, та ін.// Економіка України: макропроблеми розвитку. Колективна монографія. – К.: НДЕІ – 2008. – С.316-323.
130. Основні засади грошово-кредитної політики на 2005 рік: затверджено рішенням Ради Національного банку України від 10.09.2004 № 17. [Електронний ресурс]. – Режим доступу:
<http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=36089>. – Назва з екрану.
131. Основні засади грошово-кредитної політики на 2008 рік: затверджено рішенням Ради Національного банку України від 28.11.2007 р. № 18, зі змінами від 15.09.2008 № 17. [Електронний ресурс]. – Режим доступу:
<http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=50273>. – Назва з екрану.
132. Про затвердження Положення про порядок видачі індивідуальних ліцензій на переказування іноземної валюти за межі України для оплати банківських металів та проведення окремих валютних операцій: Постанова Правління НБУ від 17 червня 2004р. № 266. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
133. Про затвердження Положення про порядок видачі Національним банком України індивідуальних ліцензій на розміщення резидентами (юридичними та фізичними особами) валютних цінностей на рахунках за межами України: Постанова Правління НБУ від 14 жовтня 2004 р. № 485. [Електр. ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
134. Положення про порядок та умови торгівлі іноземною валютою: постанова Правління НБУ від 10.08.2005 р. № 281 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/z0950-05>. – Назва з екрану.
135. Про скасування обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті на користь резидентів: Постанова Правління Національного банку

України від 31 березня 2005 р. № 101. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.

136. Про затвердження Інструкції про переміщення валюти України, іноземної валюти, банківських металів, платіжних документів, інших банківських документів і платіжних карток через митний кордон України: постанова Правління НБУ від 12 липня 2000 р. № 28 зі змінами та доповненнями. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
137. Про переміщення готівки і банківських металів через митний кордон України: постанова Правління НБУ від 27 травня 2008 р. № 148. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
138. Про регулювання грошово-кредитного ринку: Постанова Правління Національного банку України від 7 листопада 2007 р. № 403. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
139. Річний звіт Національного банку України за 2007 рік. – К.: Національний банк України. – 2008. – 199 с. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=52855>. – Назва з екрану.
140. Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України та встановлення лімітів відкритої валютної позиції банку: Постанова Правління НБУ від 12 серпня 2005 р. № 290. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
141. Меморандум про економічну та фінансову політику Україна – МВФ від 16.07.2009 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://bank.gov.ua/Publication/others/Memorandum.pdf>. – Назва з екрану.
142. Про внесення змін до деяких законів України з метою подолання негативних наслідків фінансової кризи: Закон України від 23 червня 2009 р. № 1533-VI. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.

143. Про додаткові заходи щодо діяльності банків: Постанова Правління Національного банку України від 11 жовтня 2008 р. № 319. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
144. Основні засади грошово-кредитної політики на 2010 рік: затверджено рішенням Ради Національного банку України від 10.09.2009 р. № 10. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=64992/>. – Назва з екрану.
145. Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів НБУ: постанови правління НБУ від 28.02.2009 р. № 107–108. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
146. Про затвердження Змін до Положення про порядок формування та використання резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями банків: Постанова Правління НБУ від 1 грудня 2008 р. № 406. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
147. Річний звіт Національного банку України за 2011 рік: Постанова Правління Національного банку України від 15.05.2012 № 180. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=121938>. – Назва з екрану.
148. Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України: Постанова Правління НБУ від 03.08.2012 р. № 327. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/z1434-12>. – Назва з екрану.
149. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо розширення інструментів впливу на грошово-кредитний ринок: Закон України від 06.09.2012 р. № 5480-VI. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
150. Про внесення зміни до статті 8 Закону України "Про рекламу" щодо встановлення заборони зазначення ціни товарів, робіт та послуг не в

- грошовій одиниці України: Закон України від 06.11.2012 № 5481-VI. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
151. Про встановлення розміру обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті: Постанова Правління НБУ від 16.11.2012 р. № 479. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/v0479500-12>. – Назва з екрану.
152. Про порядок виплати переказів із-за кордону фізичним особам: Постанова Правління НБУ від 16.11.2012 р. № 476. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z1922-12>. – Назва з екрану.
153. Річний звіт Національного Банку України за 2012 рік: Постанова Правління НБУ від 12.04.2013 р. № 136. [Електр. ресурс]. – Режим доступу: <http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=2150782>. – Назва з екрану.
154. Річний Звіт Національного банку України за 2010 рік: НБУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=77106>. – Назва з екрану.
155. Череп А. В. Ефективність як економічна категорія / А. В. Череп, Є. М. Стрілець // Ефективна економіка. – 2013. – № 1. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=1727>. – Назва з екрану.
156. Терминологический словарь банковских и финансовых терминов [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://dic.academic.ru/dic.nsf/econ_dict/. – Назва з екрану.
157. Басовский Л. Е. Финансовый менеджмент. М.: Инфра-М, 2009. – 240 с.
158. Investopedia Dictionary. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.investopedia.com/terms/>. – Назва з екрану.
159. Береславська О. І. Валютна політика України: теорія та практика : [монографія] / Олена Іванівна Береславська. – Ірпінь : Національний університет ДПС України, 2010. – 330 с.

160. Дробышевский С. М. Анализ трансмиссионных механизмов денежно-кредитной политики в российской экономике: монография / С. М. Дробышевский, П. В. Трунин, М. В. Каменских. – М.: ИЭПП, 2008. – 87 с.
161. Основні засади грошово-кредитної політики на 2013 рік: затверджено рішенням Ради Національного банку України від 05.09.2012 р. № 16 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/docscatalog/document?id=127394>. – Назва з екрану.
162. Энтов Р. М. Проблемы моделирования финансовых показателей: цены, обменный курс, процентные ставки, фондовый индекс в российской экономике: монография / Р. М.Энтов, С. М. Дробышевский, С. А.Архипов, и др. – М.: ИЭПП, 1998. – 117 с.
163. Офіційний сайт Міжнародного валютного фонду. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org.ua>.
164. Economist's Big Mac Index. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://bigmacindex.org/>. – Назва з екрану.
165. NDF UAH/USD [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://ua.cbonds.info/indexes/indexdetail/?group_id=118. – Назва з екрану. (дата звернення: 25/01/2014).
166. Давиденко Б. Який курс гривні потрібен українській економіці [Електронний ресурс] / Б. Давиденко // Finance.UA Про гроші. – 2014. – Режим доступу: <http://news.finance.ua/ukr/~2/2014/02/06/318472>. – Назва з екрану. (дата звернення 06.02.2014) .
167. Country report N 12/315: Ukraine [Електронний ресурс]. – IMF, 2012. – 74 p. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12315.pdf>. – Назва з екрану.
168. Кухта П. Какими будут масштабы девальвации. [Електронний ресурс] / П. Кухта // Finance.UA Про гроші. – 2012. – Режим доступу: <http://news.finance.ua/ru/~2/0/all/2012/12/07/292678/>. – Назва з екрану.

169. Тараненко І. В. Цінова конкурентоспроможність країни через призму реального обмінного курсу: уроки кризи / І. В. Тараненко // Європейський вектор економічного розвитку. – 2009. – №1(6) – С. 169-181.
170. Mwase N. How much should I hold? Reserve Adequacy in Emerging Markets and Small Islands [Електронний ресурс] / N. Mwase // IMF Working paper. – 2012. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12205.pdf>. – Назва з екрану.
171. International Financial Statistics and World Economic Outlook. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org>.
172. Статистика Світового банку. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://data.worldbank.org/indicator/>. – Назва з екрану.
173. Yongzhong W. The International Financial Crisis and China's Foreign Exchange Reserve Management [Електронний ресурс] / W. Yongzhong, D. Freeman // Asia papers. - Volume 7, Issue 2. - March 2013. – Режим доступу: <http://www.vub.ac.be/bices/site/assets/files/apapers/Reserves.pdf>. – Назва з екрану.
174. Isard P. Equilibrium Exchange Rates: Assessment Methodologies [Електронний ресурс] / P. Isard // IMF. – 2007. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp07296.pdf>. – Назва з екрану.
175. Bussiere M. Balance of Payments crises in Emerging Markets: How early were the “early” warning signals? [Електронний ресурс] / M. Bussiere // ECB WP – 2007. – N 713. – Режим доступу: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp713.pdf>. – Назва з екрану.
176. Мониторинг финансовой стабильности в РФ, странах с переходной экономикой и развивающихся странах: монография [Електронний ресурс] / П. Трунин, Т. Киблицкая. – М.: ИЭПП, 2010. – Режим доступу: http://www.iep.ru/index.php?option=com_bibiet&Itemid=50&catid=124&. – Назва з екрану.

177. Kaminsky G. L. Leading Indicators of Currency Crises [Електронний ресурс] / G. Kaminsky, S. Lizondo, C. Reinhart // IMF Staff Papers. – March 1998. – № 45 (1). – 48 р. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/1998/03-98/pdf/kaminsky.pdf>. – Назва з екрану.
178. Ілляшенко П. Українські кредитно-дефолтні свопи зростають випереджаючими темпами [Електронний ресурс] / П. Ілляшенко // УНІАН. – 2013. – Режим доступу: <http://news.finance.ua/ua/toplist/~1/2/308140>. – Назва з екрану.
179. Інвестори оцінили ймовірність дефолту України в 53 % [Електронний ресурс] // Факти ICTV. – Режим доступу: <http://fakty.ictv.ua/ua/index/read-news/id/1495785> (дата звернення 05/12/2013).
180. Синяков А. Оценка ЦМИ вероятности валютного кризиса в Республике Беларусь, Казахстане и Украине [Електронний ресурс] / А. Синяков, Ю. Сони́на // Сбербанк РФ: ЦМИ. – 2013. – № 9. – 20с. – Режим доступу: <http://www.sberbank.ru/moscow/ru/analytics/cmei/>. – Назва з екрану.
181. Орлов О. Юань націлівся на долар [Електронний ресурс] // Finance.UA : Про гроші. 2013. – Режим доступу: <http://news.finance.ua/ru/~2/0/all/2013/11/25/313533>. – Назва з екрану.
182. Шульгин А. Г. Режим ползучей привязки как основной элемент монетарной политики России [Електронний ресурс] / А. Г. Шульгин // Федеральный образовательный портал Экономика, Социология, менеджмент. – Режим доступу: http://ecsocman.hse.ru/data/931/948/1217/Crawling_peg_key_element_of_Russian_monetary_policy_rus.1.pdf. – Назва з екрану.
183. Бабенко М. Что в корзине. К каким валютам могут привязать курс гривни [Електронний ресурс] // Лига Финансы. – Режим доступу: <http://finance.liga.net/economics/2013/6/11/articles/34401.htm>. – Назва з екрану.

184. Береславська О. Чинники курсової нестабільності в Україні / О. Береславська // Вісник НБУ. – 2009. – № 2. – С. 8–14.
185. Барановський О. І. Актуальні проблеми функціонування валютних ринків / О. І. Барановський // Фінанси України.–2009. – № 4. – С. 13 – 32.
186. Охрименко О. 6 альтернатив кредиту МВФ для України [Електронний ресурс] / О. Охрименко // FINANCE.UA про гроші. – Режим доступу: www.news.finance.ua/ua/~2/2013/12/03/314101. – Назва з екрану.
187. Офіційний сайт міністерства фінансів України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.minfin.gov.ua/>. – Назва з екрану.
188. Паращій О. На порозі дефолту [Електронний ресурс] / О. Паращій // Економічна правда. – 2013. – Режим доступу: <http://www.epravda.com.ua/publications/2013/07/31/387551>. – Назва з екрану.
189. Про зміну строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів і запровадження обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті: постанова Правління НБУ від 14 листопада 2013 р. № 453. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
190. Статистика Центрального банку Російської Федерації. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.cbr.ru/>.
191. Статистика Національного Банку Чеської Республіки. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.cnb.cz/en/index.html>.
192. Аналітика FOREX [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.fxclub.org/tools_info/. – Назва з екрану.
193. Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework. Bank for International Settlements (BIS). – 2004. – June. – 251 p. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/bcbs107.htm>. – Назва з екрану.
194. Лисенко Р. С. Методи проведення системного стрес-тестування банківської системи: основні характеристики та особливості

- практичного застосування / Р. С. Лисенко // Вісник Університету банківської справи НБУ. – 2008. – № 3 (12). – С. 196-199.
195. Інструкція про порядок регулювання діяльності банків в Україні: Постанова Правління НБУ від 28.08.2001 № 368 зі змінами та доповненнями. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
196. Про встановлення лімітів відкритої валютної позиції банку: постанова правління НБУ від 22.06.2011 р. № 205. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/v0205500-11>.
197. Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України: Постанова Правління НБУ від 13.04.2011 р. № 111. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zakon.rada.gov.ua>.
198. Макаренко М. І. Запровадження Базеля II в Україні та відповідні зміни в управлінні валютним ризиком для вітчизняних банків / М. І. Макаренко, Т. О. Маринич // Вісник СумДУ. Економіка. – 2009. – № 1. – С. 184–188.
199. Маринич Т. О. Щодо ефективності валютної політики НБУ / Т. О. Маринич // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – 2012. – Вид. 36. – С. 328–334.
200. Макаренко М. І. Особливості реалізації механізму валютної політики НБУ в умовах фінансової нестабільності / М. І. Макаренко, Т. О. Маринич // Ефективна економіка [Електронний ресурс]. – 2013. – № 12. – Режим доступу: <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2627&p=1> – Назва з екрану.
201. Makarenko M. I. Analysis of the effectiveness of the currency policy as a factor of financial stability in Ukraine / M. I. Makarenko, T. Marynych. – Nauka I Studia. – 2013. – N 19 (87). – p. 94–100.
202. Маринич Т. О. Міжнародний і національний підходи до управління валютними ризиками в банках / Т. О. Маринич // Інтеграційні процеси в економіці України: матеріали Міжнародної науково–практичної конференції – Харків: Вид. ХНЕУ. – 2008. – № 9. – С. 15–16.

203. Маринич Т. О. Управління валютними ризиками як фактор підвищення конкурентоспроможності українських банків / Т. О. Маринич // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика : тези доповідей III Міжнародної науково-практичної конференції. – Суми : ДВНЗ “УАБС НБУ”. – 2008. – С. 81–82.
204. Marynych T. O. Features of international reserves management under global financial turbulence / T. O. Marynych // International scientific and practical congress “Contemporary instrumentation of economics. Modernization. New alternatives”. – Vienna, Austria, September 20, 2013: publication of scientific papers / The international scientific association Consilium. – Vienna, 2013. – P. 154 – 156.
205. Колодізев О. М. Прогнозування валютних курсів: макро- та мікроекономічні аспекти : монографія / О. М. Колодізев, С. С. Погасій, С. Г. Федоров. – Х. : ВД ІНЖЕК, 2008. – 350 с.
206. Мелих О. Валютно-курсова політика та її вплив на фінансову безпеку держави / О. Мелих // Вісник НБУ. – 2008. – № 8. – С. 50-55.
207. Міщенко С. Критерії та показники оцінки стабільності функціонування фінансового сектору / С. Міщенко // Вісник НБУ. – 2008. – № 9. – С. 36–45.
208. Шевчук В. Вплив відхилень реального обмінного курсу від рівноважного рівня на промислове виробництво, торговельний баланс та інфляцію // Економічні системи. Т. 2 / Г.І. Башнянин (ред.). — Львів: Видавництво комерційної академії, 2011. — С. 366-402.
209. Frankel J. A. Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators [Електронний ресурс] / J. A. Frankel, A. K. Rose // NBER Working Paper N 5437. – 1996. – 30 р. – Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w5437.pdf>. – Назва з екрану.
210. Kaminsky G. Currency and banking crises: The early warnings of distress [Електронний ресурс] / G. Kaminsky // IMF Working Paper N 178. – 1999. – 38 р. – Режим доступу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=880833. – Назва з екрану.

211. Kaminsky G. The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems [Електронний ресурс] / G. Kaminsky, C. Reinhart // American Economic Review . 1999. – Vol. 89 (June). P. 473–500. [Electr. resource]. – Режим доступу: <http://home.gwu.edu>. – Назва з екрану.
212. Eichengreen B. Staying afloat when the wind shifts: External factors and emerging-market banking crises [Електронний ресурс] / B. Eichengreen, A. Rose // NBER Working paper N 6370. – 1998. – 48 p. – Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w6370.pdf>. – Назва з екрану.
213. Sims C. Macroeconomics and reality / C. Sims // Econometrica. – 1980. – Vol. 48. – N 1. – P. 3–48.
214. Engle R. F. Cointegration and Error Correction: Representation, Estimating and Testing / R. F. Engle, C.W. Granger // Econometrica. - 1998. – Vol. 55. – P. 251-276.
215. Sachs J. Financial crises in emerging markets: The lesson from 1995 [Електронний ресурс] / J. Sachs, A. Tornell, A. Velasco // NBER Working Papers. – 1996. – № 5576 – 65 p. – Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w5576.pdf>. – Назва з екрану.
216. Corsetti G. A model of the Asian crisis [Електронний ресурс] / G. Corsetti, P. Pesenti, N. Roubini // NBER Working Paper N 6783. – 1998. – 45 p. – Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w6783.pdf>. – Назва з екрану.
217. Demirguc-Kunt A. The determinants of banking crises. Evidence from industrial and developing countries [Електронний ресурс] / A. Demirguc-Kunt, E. Detragiache // World Bank policy research working papers. – 1997. – № 1828. – 52 p. – Режим доступу: <http://wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB>. – Назва з екрану.
218. Carramazza F. Trade and financial contagion in currency crises [Електронний ресурс] / F. Carramazza, L. Ricci, R. Salgado // IMF working paper N 00/55. – March 2000. – 47 p. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2000/wp0055.pdf>. – Назва з екрану.

219. Анализ макроэкономических и институциональных проблем финансового кризиса в России, разработка программы мер, направленных на его преодоление и осуществление финансовой стабилизации. Взаимодействие финансовых показателей и некоторых характеристик реального сектора: монография [Электронный ресурс] / Р. Энтов, С. Синельников, С. Архипов [и др.]. – М.: ИЭПП, 2000. – 205 с. – Режим доступа: <http://www.iet.ru/ru>. – Назва з екрану.
220. Отчет о финансовой стабильности Казахстана 2009 г. / Национальный банк республики Казахстан [Электронный ресурс]. – Режим доступа: www.nationalbank.kz/cont/publish529038_6109.pdf. – Назва з екрану.
221. Концепція економічної безпеки України / Кер. проекту В. М. Геєць – К.: Логос, 1999. – 56 с.
222. Барановський О. Проблеми фінансової безпеки в умовах інтеграції України у світовий фінансовий простір / О. Барановський // Вісник НБУ. – 2003. – №10. – С. 18-19.
223. Soukiazis E. How the Maastricht Criteria and the Stability and Growth Pact affected the convergence process in the European Union. A panel data analysis [Электронный ресурс] / E. Soukiazis, V. Castro // CEUNEUROPE working paper N. 24. – April 2004. – 28 p. – Режим доступа: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=536562. – Назва з екрану.
224. Akyuz Y. Debt sustainability in emerging markets: a critical appraisal [Электронный ресурс] / Y. Akyuz Y.// TWN Global Economy Series. – 2010. – 50 p. – Режим доступа: <http://www.twinside.org.sg/title2/ge/ge28.pdf>. – Назва з екрану.
225. Баженова О. В. Економіко-математичне моделювання економічної безпеки України: автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук. спец. 08.03.02 «Економіко-математичне моделювання» / Баженова Олена Володимирівна. – Київ, 2005. – 21 с.

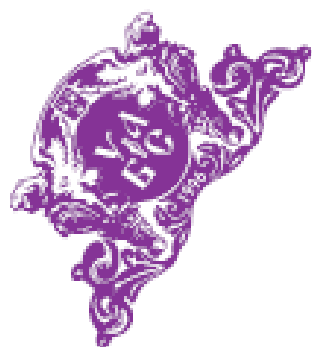
226. Індикатори фінансової стійкості // Національний банк України. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/FSI/index.htm>. – Назва з екрану.
227. Statistics of the National Bank of Poland. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.nbp.pl/>.
228. Statistics of the Bank of Latvia. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.lv/>.
229. Statistics of the Central Bank of Hungary. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://english.mnb.hu/>.
230. Global financial stability report 2009 // International Monetary Fund. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/01/pdf/statappx.pdf>.
231. Коваленко В. В. Науково-методологічні основи фінансової стабільності банківської системи та індикатори її оцінки / В. В. Коваленко // Фінанси України. – 2008. – № 7. – С. 111-121.
232. Fulfilment of Maastricht criteria // Ministry of finance of Czech Republic. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.zavedenieura.cz/>. – Назва з екрану.
233. Вахненко Т. П. Зовнішні боргові зобов'язання у системі світових фінансово-економічних відносин / Т. П. Вахненко: Ін-т економіки та прогнозування НАН України. – К.: Фенікс, 2006. – 536 с.
234. Башко В. Безпечний рівень державного боргу [Електронний ресурс] / В. Башко // Про економіку та державні фінанси. - К.: ECOFIN, 2012. Режим доступу: <http://ecofin.org.ua/debt-ratio/> (Дата звернення: 08.05.2013).
235. Петрик О. Визначення оптимального рівня інфляції для України / О. Петрик, С. Ніколайчук // Вісник НБУ. - 2007. - № 6. - С. 10 - 24.
236. Коваленко М. Участь держави у вирішенні питання проблемних кредитів банківської системи України / М. Коваленко // Ефективність державного управління: зб. наук. праць. - 2011. - Вип. 27. - С. 451-548.

237. Базель III. Новые стандарты капитала и ликвидности [Электронный ресурс] // Moody's analytics. – Режим доступа: <http://www.moodyanalytics.com/~media/Regional/Russia/Publications/2011/2011-01-01-Basel-III-FAQs.ashx>. – Назва з екрану.
238. The Financial Development Report 2009. World Economic Forum. [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.weforum.org/en/initiatives/gcp/FinancialDevelopmentReport>. – Назва з екрану.
239. Магнус Я.Р., Катышев П.К., Пересецкий А.А. Эконометрика: начальный курс: Учеб. – 6-е изд., перераб. и доп. – М.: Дело, 2004. – 576 с.
240. Granger C. Spurious Regression in Econometrics / C. Granger, P. Newbold // Journal of Econometrics. – 1974. – № 2. – P. 111-120.
241. Пелипась И. В. Денежная масса и цены в Беларуси: результаты эконометрического анализа // Квартальный бюллетень клуба экономистов: Выпуск 3. - Минск: Профилеи, 2000. - С. 5-38.
242. Charemza W., Deadman D. New Directions in Econometric Practice // Edward Elgar Publishing. – 1992. – 370 p.
243. Швайко П. Эконометрические модели анализа и прогнозирования емкости первичного рынка ГКО / П. Швайко // Экоинвест. – 2002. – № 2. – С.111-153.
244. Granger C. W. Investigating Casual Relations by Econometric Methods and Cross-Spectral Methods / C.W. Granger // Econometrica. – 1969. – Vol.37 – P. 424-438.
245. Fuller W.A. Introduction to Statistical Time Series, 2nd Ed. - New-York: John Wiley & Sons, 1996. – 698 p.
246. Johansen J. Statistical Analysis of Cointegrating Vectors / J. Johansen // Journal of Economic Dynamics and Control. – 1998. – Vol.12. – P. 231-254.
247. Канторович Г.Г. Анализ временных рядов: лекционные и методические материалы / Г. Г. Канторович // Экономический журнал ВШЭ. – 2002. – № 4. – С.498-523.

248. Статистичні матеріали Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.
249. Макаренко М.І. Стратегія інфляційного таргетування в системі грошово-кредитної політики держави: Монографія/М.І. Макаренко, І.І. Д'яконова, Ф.О. Журавка та ін. – Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2008. – 108 с.
250. Шемет Т. С. Теорія і практика валютного курсу: Навч. посібник / За ред. О. І. Рогача. – К.: Либідь 2006. – 360 с.
251. Белінська Я. В. Фактори та перспективи курсової динаміки / Я.В. Белінська // Формування ринкової економіки: [зб. наук. праць]. – Спец. вип. Державне антикризове управління національною економікою: світовий досвід та проблеми в Україні. – К.: КНЕУ, 2010. – С. 174–179.
252. Буй Тхе Ву. Реальний валютний курс и факторы его стабильности: автореферат дис. канд. экон. наук 08.04.01/ Буй Тхе Ву; Київський національний університет ім. Т. Шевченка. – К., 2004. – 21 с.
253. Шевчук В. О. Ризики прискореної ремонетизації української економіки / В. О. Шевчук, З. Атаманчук // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Фінансово-економічні системи: трансформація та євро інтеграція: [збірник наук. праць]. Вип. 1 (63). – Львів: ІРД НАН України, 2007. – С. 76–84.
254. Береславська О. Ревальвація гривні: вплив на інфляційні процеси в Україні та рівень доларизації економіки / О. Береславська // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 2. – С. 20-23.
255. Маринич Т. О. Компаративний аналіз індикаторів фінансової стабільності України / Т. О. Маринич // Міжнародний науковий журнал «Механізм регулювання економіки». – 2010. – № 3, т. 1. – С. 218–226.
256. Макаренко М. І. Моделювання курсу національної валюти / М. І. Макаренко, Т. О. Маринич // Сучасні тенденції розвитку інформаційних технологій в науці, освіті та економіці : тези доповідей ІV Всеукраїнської науково-практичної конференції. – Луганськ : Луганський національний університет ім. Шевченка, 2010. – С. 271–273.

257. Макаренко М. І. Моделювання динаміки валютного курсу як чинника фінансової стабільності в Україні / М. І. Макаренко, Т. О. Маринич // Вісник Східноукраїнського національного університету ім. В. Даля. – 2010. – № 10 (152). – ч. 2. – С. 325–332.
258. Маринич Т. О. Моделювання валютного курсу як складової фінансової стабільності держави / Т. О. Маринич // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: тези доповідей XII Всеукраїнської науково-практичної конференції. (без дати). – Суми: ДВНЗ "УАБС НБУ", 2009. Т. 1.– С. 142–144.
259. Маринич Т. О. Регіональні аспекти фінансової стабільності на прикладі Сумської області / Т. О. Маринич // Міжнародна стратегія економічного розвитку регіону : тези доповідей Міжнародної науково-практичної конференції. — Суми : СумДУ, 2010. — С. 161–162.
260. Маринич Т. О. Моделювання параметрів монетарної стабільності України / Т. О. Маринич // Комп'ютерне моделювання та інформаційні технології в науці, економіці і освіті: Збірник наук. пр. VIII Всеукраїнської науково-практичної конференції. – Черкаси–Одеса, 2011. – С. 108–110.
261. Маринич Т.О. Аналіз довгострокових зв'язків між валютним курсом та макроекономічними показниками / Т.О. Маринич // Інформаційні технології, системний аналіз і моделювання соціоекологоекономічних систем, м. Київ, 19-21 жовтня 2011 р.: тези доповідей III Міжнародної науково-практичної конференції / ФЕП ІЕМ НАУ. – Київ: Допомога, 2011. – С. 214–219.
262. Маринич Т. О. Моделювання динаміки нестационарних факторів зовнішньої стабільності економіки України / Т.О. Маринич, Л.Д. Назаренко // Інтелектуальні системи в промисловості і освіті : тези доповідей Третьої міжнародної науково-практичної конференції ІСПО–2011. – Суми, 2-4 листопада 2011 р. – Суми: Видавництво СумДУ, 2011. т. 1. – С. 52 – 57.

ДОДАТКИ

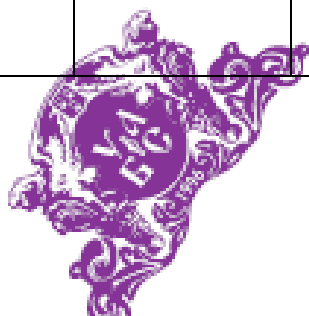


**Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"**

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

Характеристики деяких епізодів світової фінансової нестабільності.

	США - Велика Депресія (1933)	Великобританія - криза другорядних банківських установ (1973)	Мексика, Бразилія, Венесуела, Аргентина та ін. боргова криза слаборозвинутих країн (1982)	США - криза ощадних установ (сер. 1980-х рр.)	США – падіння фондового ринку (1987)	Японія – банківська криза (1992)	Мексика – валютна криза (1994)	Азіатська фінансова криза (1997)	російська фінансова криза (1998)
Зростання боргів	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Зростання цін на активи	•	•	•	•	•	•		•	•
Концентрація ризику	•	•	•	•	•	•		•	•
Зміна режиму	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Поява нових посередників	•	•	•	•	•	•		•	•
Інновації	•	•	•		•	•		•	•
Монетарні обмеження	•	•	•		•	•	•	•	•
Падіння адекватності банківського капіталу	•	•	•	•		•		•	•



Продовження Додатку 1.

Згорання кредитування / криза ліквідності / банківська криза	•	•	•		•	•		•	•
Охоплення кризою інших ринків	•		•		•			•	•
Міжнародне поширення	•		•		•		•	•	•
Дії уряду		•	•	•	•	•	•	•	•
Сильний макроекономічний вплив	•		•			•	•	•	
Дисфункція фінансової системи / Економічний колапс	•					?		?	

Джерело: [70], [71].





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

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

**Індикатори та порогові значення індикаторів стану
фінансової безпеки України**

№ з/п	Індикатор, одиниця виміру	Порогове значення (Х _{опт})
1. Бюджетна безпека		
1.1	Рівень перерозподілу ВВП через зведений бюджет (без урахування доходів Пенсійного фонду), %	не більше 30
1.2	Відношення дефіциту, профіциту державного бюджету до ВВП, %	не більше 3
1.3	Покриття дефіциту зведеного бюджету за рахунок зовнішніх запозичень, %	не більше 30
1.4	Відношення дефіциту, профіциту торговельного балансу до загального обсягу зовнішньої торгівлі, %	не більше 5
1.5	Обсяг трансфертів з державного бюджету, % до ВВП	не більше 10-15
1.6	Амплітуда коливань бюджетних видатків на одну особу між регіонами України, %	не більше 20-30
2. Безпека грошового ринку та інфляційних процесів		
2.1	Відношення обсягу грошового агрегату М3 до ВВП (рівень монетизації), %	не більше 50
2.2	Відношення ВВП до обсягу грошового агрегату М2 (швидкість обігу), кількість оборотів	не більше 2
2.3	Обсяг готівки, % до ВВП	не більше 4
2.4	Рівень інфляції (до грудня попереднього року), %	не більше 107
2.5	Питома вага довгострокових кредитів у загальному обсязі кредитів, наданих комерційними банками, %	не менше 30
2.6	Рівень середньої процентної ставки кредитів комерційних банків відносно інфляції, %	не більше 5
3. Валютна безпека		
3.1	Темп зміни індексу офіційного курсу гривні до долара США до показників попереднього періоду, %	не більше 6
3.2	Відношення обсягів депозитів в іноземній валюті до загальних обсягів депозитів (рівень доларизації), %	не більше 25
3.3	Валові міжнародні резерви України, місяці імпорту	не менше 3
4. Боргова безпека		
4.1	Відношення загального обсягу державного боргу до ВВП, %	не більше 55
4.2	Відношення загального обсягу зовнішнього боргу до ВВП, %	не більше 25
4.3	Рівень зовнішньої заборгованості на одну особу, дол. США	не більше 200
4.4	Відношення державного зовнішнього боргу до річного експорту товарів і послуг, %	не більше 70
4.5	Відношення відсоткових платежів з обслуговування зовнішнього	не більше 12

	боргу до річного експорту товарів і послуг, %	
--	---	--

Продовження Додатку 2.

№ з/п	Індикатор, одиниця виміру	Порогове значення
4.6	Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування зовнішнього боргу до доходу державного бюджету, %	не більше 20
4.7	Відношення обсягу внутрішнього боргу до ВВП, %	не більше 30
4.8	Відношення обсягу сукупних платежів з обслуговування внутрішнього боргу до доходів державного бюджету, %	не більше 25
4.9	Відношення заборгованості уряду за державними цінними паперами до ВВП, %	не більше 30
5. Безпека страхового ринку		
5.1	Показник проникнення страхування (страхові премії до ВВП), %	8-12
5.2	Показник "щільності страхування" (страхові премії на одну особу), дол. США	не менше 140
5.3	Частка довгострокового страхування в загальному обсязі зібраних страхових премій, %	не менше 30
5.4	Рівень страхових виплат, %	не менше 30
5.5	Частка премій, що належать перестраховикам-нерезидентам, %	не більше 25
5.6	Частка сукупного обсягу статутних капіталів страхових компаній, що належать нерезидентам у загальному їх обсязі, %	не більше 30
6. Безпека фондового ринку		
6.1	Відношення обсягу номінальної капіталізації ринку акцій до ВВП, %	60-90
6.2	Дохідність облігацій внутрішньої державної позики, %	3-4
6.3	Частка покриття державними цінними паперами внутрішнього державного боргу, %	не більше 30
7. Банківська безпека		
7.1	Частка іноземного банківського капіталу в загальному обсязі банківського капіталу, %	не більше 30
7.2	Обсяг кредитування банками реального сектору економіки, % до ВВП	не менше 30

Джерело: [76]



Індикатори фінансової стабільності депозитних установ: базовий та рекомендований набір (за рекомендаціями МВФ)

Група індикаторів (характеристика)	Показники
Базовий набір	
1. Депозитні корпорації	
Достатність капіталу	Відношення регулятивного капіталу до зважених за ризиком активів
	Відношення регулятивного капіталу 1-го рівня до зважених за ризиком активів
Якість активів	Відношення недіючих кредитів (за мінусом резервів) до капіталу
	Відношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів
	Відношення кредитів за секторами економіки до сукупних валових кредитів
Прибутки, витрати і дохідність	Відношення чистого доходу до середніх сукупних активів (рентабельність активів)
	Відношення чистого доходу до середнього капіталу (рентабельність капіталу)
	Відношення процентної маржі до валового доходу
	Відношення непроцентних витрат до валового доходу
Ліквідність	Відношення ліквідних активів до сукупних активів
	Відношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань
Чутливість до ринкового ризику	Відношення чистої відкритої позиції в іноземній валюті до капіталу
Рекомендований набір	
1. Депозитні корпорації	
Капітал	Відношення капіталу до активів
	Відношення великих ризиків до капіталу: <ul style="list-style-type: none"> - сума великих відкритих позицій (великих ризиків); - відкрита позиція великих депозитних установ щодо найбільших суб'єктів господарювання; - відкрита позиція щодо афілійованих структур та інших „пов'язаних” контрагентів
Кредити	Відношення кредитів за географічним розподілом до сукупних валових кредитів
Деривативи	Відношення валової позиції за фінансовими деривативами з боку активів до капіталу
	Відношення валової позиції за фінансовими деривативами з боку зобов'язань до капіталу
Прибутки та витрати	Відношення прибутків (збитків) за фінансовими інструментами до валового доходу
	Відношення витрат на утримання персоналу до непроцентних витрат
	Спред між базовими ставками за кредитами і депозитами
	Спред між найнижчою та найвищою міжбанківськими ставками

Продовження Додатку 2.

Ліквідність	Відношення депозитів клієнтів до сукупних валових кредитів (крім міжбанківських)
	Відношення кредитів в іноземній валюті до сукупних валових кредитів
	Відношення зобов'язань в іноземній валюті до сукупних валових зобов'язань
	Відношення чистої відкритої позиції за інструментами участі в капіталі до капіталу
2. Інші фінансові корпорації	
Активи	Співвідношення активів до сукупних активів фінансової системи
	Співвідношення активів до ВВП
3. Нефінансові корпорації	
Загальна оцінка	Співвідношення загального боргу до власного капіталу
	Рентабельність капіталу
	Покриття витрат на обслуговування боргу
	Співвідношення чистої відкритої позиції в іноземній валюті до власного капіталу
	Кількість заяв про захист від кредиторів
4. Домогосподарства	
Показники боргу	Співвідношення боргу домашніх господарств до ВВП
	Співвідношення боргу домашніх господарств до доходу
5. Ліквідність ринку (ринку цінних паперів або інших значимих для банківської ліквідності ринків, наприклад, валютного)	
Оборот фондового ринку та ціни	Середня різниця між цінами продавця і покупця на ринку цінних паперів
	Середньоденний оборотний коефіцієнт на ринку цінних паперів
6. Ринки нерухомості	
Динаміка цін та іпотечних кредитів	Ціни на житлову нерухомість
	Ціни на комерційну нерухомість
	Співвідношення кредитів на житлову нерухомість до сукупних кредитів
	Співвідношення кредитів на комерційну нерухомість до сукупних кредитів

Джерело: [226].



Алгоритм дослідження довгострокових рівноважних механізмів та короткострокових ефектів впливу валютно-монетарних факторів на забезпечення фінансової стабільності економіки

1. Проведення тесту Грейнджера (*Granger, 1969*) на наявність причинно-наслідкового зв'язку (каузальність) між валютно-монетарними інструментами та змінними фінансового і реального секторів економіки. Його ідея полягає в тому, що змінна x є каузальною по відношенню до змінної y ($x \rightarrow y$), якщо за інших рівних умов, значення y можуть бути краще передбачені минулими значеннями x , ніж без них [244]. При цьому мають виконуватися дві умови:

- фактор x має робити внесок у прогноз фактора y ;
- y не повинен значно впливати на прогноз x .

Якщо між x та y існує взаємний зв'язок, тобто кожна зі змінних робить значний внесок у прогноз іншої ($x \leftrightarrow y$), швидше за все має існувати третя змінна z , яка впливає на обидві змінні.

Тест Грейнджера передбачає побудову двовимірних авторегресійних моделей [239, с. 275]:

$$y_t = a_0 + a_1 y_{t-1} + \dots + a_p y_{t-p} + b_1 x_t + \dots + b_p x_{t-p},$$

$$x_t = a_0 + a_1 x_{t-1} + \dots + a_p x_{t-p} + b_1 y_t + \dots + b_p y_{t-p}$$

де p – порядок авторегресії для кожної пари часових рядів x_t, y_t .

Для відхилення нульової гіпотези (про рівність нулю всіх коефіцієнтів регресії) « x не впливає на y » та « y не впливає на x » застосовано F -статистику та показник ймовірності p (probability) на 5% рівні значущості. Слід зазначити, що тест Грейнджера дає різні результати відповідно до кількості лагів у моделі. З точки зору економічної теорії доцільно проводити тест до шести операторів лагу (лаговий оператор позначається літерою p).

2. Перевірка часових рядів моделей на стаціонарність. Зазвичай, наявність лінійного, нелінійного тренду чи сезонної компоненти можна визначити на підставі графічного зображення даних. Для перевірки візуального висновку використовують формальні економетричні методики, серед яких:

2.1. Побудова автокореляційної (корелограми) і часткової автокореляційної функції для рівнів часових рядів, їх перших та других різниць. Автокореляційна функція показує тісноту зв'язку між t спостереженнями часового ряду. Часткова автокореляційна функція розраховується за формулою часткового коефіцієнту кореляції. Корелограма і графік часткової автокореляційної функції мають швидко спадати зі збільшенням t у разі стаціонарного ряду. Перевірка гіпотези про те, що автокореляція відсутня до k -го лагу включно, здійснюється за допомогою Q -статистики Лjung-Бокса та її p -значення.

2.2. Тест на наявність одиничних корнів – розширений тест Дікі-Фуллера (*augmented Dickey-Fuller test, ADF, або unit root test*). Часовий ряд має одиничний корінь, або порядок інтеграції один ($y(k) \sim I(1)$), якщо його перші різниці ($\Delta y(k) = y(k) - y(k-1)$) утворюють стаціонарний ряд ($\Delta y(k) \sim I(0)$). ADF-тест дозволяє тестувати гіпотезу про наявність одиничних корнів у моделях, де кількість лагів більше одного. ADF-статистики розраховуються спочатку для ряду, потім для перших, других і т.д. різниць. Умова стаціонарності виконується, якщо значення ADF-статистики не перевищує відповідне критичне значення на встановленому рівні значущості. При цьому ряд, k -і різниці якого стаціонарні, називають інтегрованим рядом k -го порядку і позначають $I(k)$. Стаціонарний ряд позначають $I(0)$ [245].

3. Перевірка часових рядів, що мають однаковий порядок інтегрованості, на коінтегрованість за допомогою тесту Йохансена [246]. В основі тесту лежить приведена форма VAR-моделі виду:

$$\Delta \bar{Y}_t = -\Pi \bar{Y}_{t-1} + B_1 \Delta \bar{Y}_{t-1} + \dots + B_{p-1} \Delta \bar{Y}_{t-p+1} + \bar{\varepsilon}_t,$$

де $\Pi = I - A_1 - A_2 - \dots - A_p$

$$B_j = - \sum_{i=j+1}^p A_i$$

Ранг матриці Π дорівнює числу лінійно-незалежних коінтеграційних векторів. Цей показник називають коінтегруючим рангом. Сучасні тести на наявність коінтеграції базуються на виявленні рангу матриці Π у VAR-представленні багатовимірного часового ряду. Тест Йохансена є найбільш популярним і входить до більшості спеціалізованих пакетів, зокрема Eviews. Виявлені коінтегруючі вектори можна трактувати як довгострокову рівновагу між змінними. У разі наявності коінтеграції можна будувати VEC-моделі, у разі її відсутності – слід переходити до оцінки VAR-моделей.

4. Формалізація та оцінювання векторних авторегресій. VAR-модель представляє систему n рівнянь, де кожна з компонент багатовимірного випадкового процесу може бути представлена лінійною комбінацією від попередніх значень усіх змінних, без попереднього поділу на ендогенні та екзогенні [247, с. 517]. Загальний матричний вигляд VAR-моделі:

$$y_t = c + A_1 y_{t-1} + A_2 y_{t-2} \dots + A_p y_{t-p} + \varepsilon_t,$$

де y_t – k -вимірний вектор ендогенних змінних, що оцінюються за допомогою моделі; c – вектор констант; A_p – матриця коефіцієнтів розмірності $(k \times k)$, які потрібно оцінити; p – кількість лагів; ε_t – вектор помилок ($E(\varepsilon_t) = 0$).

Якщо умова стаціонарності виконується і випадкове збурення ε_t є білим шумом, то рівняння моделі VAR(p) можна оцінювати звичайним МНК. Одною з проблем при практичному застосуванні VAR є дуже велика кількість параметрів для оцінки.

Інтерпретація VAR-моделей здійснюється на підставі аналізу імпульсних функцій відгуку на заданий шок (шоки, як правило, нормалізовані до 1% або одного стандартного відхилення), який дозволяє визначити розмір і динаміку цього ефекту на короткострокову перспективу, та декомпозиції дисперсій помилок прогнозу, яка показує вклад різних факторів у динаміку досліджуваної змінної.

5. Побудова коінтегрованих VAR, або моделей корекції похибок VECM (*Vector Error Correction Models*) загального виду:

$$G_0 \Delta Y_t = \Omega Y_{t-1} + G_1 \Delta Y_{t-1} + \dots + G_{p-1} \Delta Y_{t-p+1} + \varphi X_t + \omega D_t + E_t,$$

де $\Delta Y_t = Y_t - Y_{t-1}$ – вектор перших різниць ендогенних змінних; X_t – вектор екзогенних змінних; $G_i = -(I_k, A_{1i}, \dots, A_{pi})$ – матриця короткострокових параметрів; I_k – одинична матриця; D_t – детермінований компонент (вільний член, тренд та ін.); E_t – вектор випадкових помилок; $\Omega = \alpha \beta^T$ – матриця довгострокових параметрів, де β – коінтеграційна матриця, α – матриця коефіцієнтів оберненого зв'язку, що показують швидкість відновлення довгострокової рівноважної траєкторії.

VECM дозволяє вимірювати довгостроковий ефект рівноваги за допомогою коефіцієнта при змінних у коінтеграційному співвідношенні, який показує швидкість повернення до довгострокової рівноваги. Інтерпретація здійснюється на підставі аналізу функцій імпульсних відгуків та декомпозиції дисперсій помилок прогнозу.



Перелік показників, що досліджуються у Розділі 3 дисертаційної роботи.

1. Показники реального сектору та державних фінансів:

- *GDP* – номінальний валовий внутрішній продукт (ВВП), млн. грн.;
- *GDP_Real* – темп зростання реального ВВП у відсотках до відповідного періоду попереднього року;
- *Inv* – обсяг інвестицій у основний капітал, млн. грн.;
- *GDP_EXP* – частка неекспортного виробництва у ВВП, яка визначається відношенням (ВВП-Експорт)/ВВП;
- *Budg* – відношення сальдо зведеного бюджету України до ВВП;
- *G_Debt* – відношення державного внутрішнього та зовнішнього боргу країни до ВВП.

2. Змінні фінансового сектору:

2.1. Показники грошової пропозиції, які представляють проміжні цілі валютної та грошово-кредитної політики:

- *M3_GDP* – відношення широкої пропозиції грошей (квартальні дані агрегату М3) до обсягу річного ВВП;
- *M2_GDP* – відношення грошового агрегату М2 на кінець поточного кварталу до обсягу ВВП попереднього кварталу;
- *M0_M3* – відношення готівкових коштів в обігу поза депозитними корпораціями (М0) до грошової маси М3;
- *MB* – обсяг грошової бази, млн. грн.;
- *COR_AC* – залишки на кореспондентських рахунках КБ, млн. грн.;
- *COR_MB* – відношення залишків коррахунків до грошової бази;
- *MB_Cred* – обсяг кредитних ресурсів міжбанківського ринку;
- *OVDP* – обсяг операцій з розміщення державних цінних паперів (ОВДП) на первинному ринку, млн. грн.;
- *OVDP_B* – ОВДП у власності банків на кінець періоду, млн. грн.;

- *INT* – сальдо валютних інтервенцій НБУ за квартал, млн. дол. США.

Продовження Додатку 4.

2.2. Показники вартості грошей:

- *OF_Rate* – облікова ставка НБУ на кінець періоду;
- *Ref_Rate* – середньозважена процентна ставка за всіма інструментами рефінансування НБУ;
- *Dep_Rate* – середньозважена процентна ставка за депозитами у національній валюті;
- *MB_Rate* – середньозважена процентна ставка міжбанківського кредитного ринку;
- *OVDP_Rate* – середньозважена доходність облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) на первинному ринку.

2.3. Показники монетарної стабільності:

- *REER* – реальний ефективний валютний курс;
- *NEER* – номінальний ефективний валютний курс;
- *Ex_Rate* – середньозважений курс гривні до долара США на міжбанківському валютному ринку України;
- *MB_Rez* – відношення грошової бази у гривнях до офіційних золотовалютних резервів у доларах США;
- *OF_REZ* – офіційні резервні активи, млн. дол. США;
- *Rez_Imp* – відношення золотовалютних резервів на кінець кварталу до загального імпорту за квартал;
- *ISC* – індекс споживчих цін;
- *IPC* – індекс цін виробників.

2.4. Показники банківського сектору:

- *BCap_R* – рівень рентабельності капіталу комерційних банків;
- *BCap_As* – співвідношення капіталу до активів банків;
- *N2* – норматив адекватності регулятивного капіталу.

- *DepKred* – відношення кредитів, виданих резидентам до депозитів, залучених комерційними банками у резидентів;

Продовження Додатку 4.

- *Kred_GDP* – відношення кредитів, виданих резидентам, до ВВП;
- *Dolar* – рівень доларизації, розрахований як відношення суми кредитів та депозитів резидентів в іноземній валюті до ВВП;
- *Dep_FC* – рівень доларизації, представлений відношенням депозитів резидентів в іноземній валюті до загального обсягу депозитів;
- *Dol_Kred* – відношення кредитів в іноземній валюті до загального обсягу кредитів, виданих комерційними банками резидентам.

3. Змінні зовнішнього сектору:

- *FIN_BAL* – відношення сальдо фінансового рахунку та операцій з капіталом платіжного балансу до ВВП;
- *CUR_BAL* – відношення сальдо поточного рахунку платіжного балансу України до ВВП;
- *TO* – торгівельна відкритість, що визначається відношенням суми експорту та імпорту країни до ВВП;
- *Exp* – обсяг експорту товарів і послуг за квартал, млн. дол. США;
- *Imp* – обсяг імпорту товарів та послуг за квартал, млн. дол. США;
- *Debt* – відношення валового зовнішнього боргу країни до ВВП.

Перша літера “L” перед назвою показника говорить про те, що було взято натуральний логарифм часового ряду, “D” – перша різниця показника або логарифмів показника (DL); присутність на кінці позначення “sa” вказує на те, що часовий ряд було сезонно згладжено.

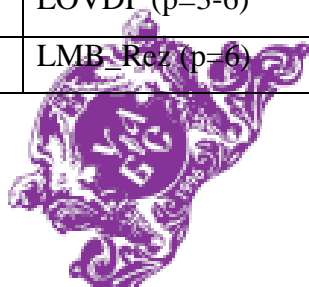
Монетарні інструменти	Тип зв'язку	Показники грошової пропозиції	Показники вартості грошей	Показники монетарної стабільності	Змінні банківського сектору	Змінні зовнішнього сектору	Змінні реального сектору
<i>LEx_Rate</i>	→	LMB_Rez (p=1-6)	LDep_rate (p=4,5)	Rez_Imp (p=2-6)	BCap_R_sa (p=1,5,6)	Debt_sa (p=1)	Gdp_Real (p=2-6)
	→	LOVDP (p=4-6)			LBCap_As (p=1,2)	LExp(p=2)	
	→	M3_gdp_sa (p=4-6)		LOf_rez (p=2)	LN2 (p=1-6)	LImp (p=2-5)	Budg_sa (p=1-6)
	→	INT_sa (p=5)			LDolar (p=1,2)		
	→				LKred_Gdp (p=1-6)		
	↔	LOVDP_B (p=1-3)	LMB_rate (p=2-6)	IPC_sa (p=2-6)	LDep_FC (p=2-4)	Debt_sa (p=2-6)	
	↔	INT_sa (p=6)		LOf_rez (p=3,5,6)	LDol_Kred (p=1-6)	LExp (p=3-6)	Inv_sa (p=3-6)
	↔	LMB (p=2-6)			DepKred (p=1-6)		
<i>INT_sa</i>	→	LMB (p=5)	LDep_rate (p=1-6)	ISC_sa (p=1)		Debt_sa (p=1-6)	Invest_sa (p=5,6)
	→	LOVDP (p=4,5)	Ref_rate (p=2-5)	LExrate (p=1-4)		LImp (p=2-5)	Cur_bal_sa (p=3,4)
	→			Neer (p=1)			Gdp_real (p=1-6)
	↔	LMB (p=1-4)		IPC_sa (p=1,2)		LImp (p=1)	Invest_sa (p=1-4)
	↔			LExrate (p=6)			
<i>Rez_Imp</i>	→		LDep_rate (p=2,3)		BCap_R_sa (p=1-6)	Fin_Bal_sa (p=1,2)	Budg_sa (p=2-4)

Результати тесту Грейнджера на причинно-наслідковий зв'язок між змінними



Продовження Додатку 5.

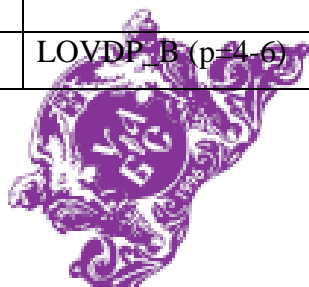
Монетарні інструменти	Тип зв'язку	Показники грошової пропозиції	Показники вартості грошей	Показники монетарної стабільності	Змінні банківського сектору	Змінні зовнішнього сектору	Змінні реального сектору
NEER	→	Cor_MB (p=1,3-6)	LDep_rate (p=2)	LEx_Rate (p=1-6)	BCap_R_sa (p=1-6)	Debt_sa (p=4-6)	Gdp_Real (p=2-6)
	→	LOVDP (p=1-4,6)			LBCap_As (p=1-6)	Fin_Bal_s (p=2-6)	
	→	LMB_Rez (p=1-6)	LMB_rate (p=3,4,6)		Dep_FC (p=1,2,4,5)	LImp (p=4,5)	Budg_sa (p=1-6)
	→	INT_sa (p=5,6)			LN2 (p=1-6)		
	→				LKred_Gdp (p=2-4)		
	↔	LMB (p=2,3,6)	LMB_rate (p=5)	LOf_rez (p=4-6)	LKred_Gdp (p=1)	Debt_sa (p=1-3)	Inv_sa (p=4,6)
	↔				LDolar (p=1)	LImp (p=2,3)	
	↔				Dep_FC (p=3,6)	LExp (p=2)	
	↔				DepKred (p=1,4,6)		
	↔				LDol_Kred (p=1,2)		
REER	→	M3_GDP_sa (p=5,6)	LDep_rate (p=2)	LOf_rez (p=4-6)	BCap_R_sa (p=5,6)	Debt_sa (p=2-6)	Gdp_Real
	→	LOVDP (p=3-6)		Neer (p=1-3)	LDolar (p=1-6)	LExp (p=2)	(p=2-6)
	→	LMB_Rez (p=6)	LMB_rate (p=3,4)	IPC_sa (p=3)	LDol_Kred (p=1,2)	LImp (p=2-5)	Inv_sa (p=4-6)



	→	LMB (p=1,2,5,6)			LN2 (p=1-6)	Fin_Bal_sa	
	→				LKred_Gdp (p=1-6)	(p=2-6)	

Продовження Додатку 5.

Монетарні інструменти	Тип зв'язку	Показники грошової пропозиції	Показники вартості грошей	Показники монетарної стабільності	Змінні банківського сектору	Змінні зовнішнього сектору	Змінні реального сектору
<i>REER</i>	↔	LMB_Rez (p=4,5)	LMB_rate (p=5,6)	Neer (p=4-6)	Dep_FC (p=2-6)	Debt_sa (p=3)	
	↔			IPC_sa (p=1)	DepKred (p=1-6)		
	↔			LEx_Rate	LDol_Kred (p=3-6)		
	↔			(p=2-6)			
<i>LOF_Rez</i>	→	LMB (p=2-6)	LDep_rate (p=2)	LEx_Rate (p=1,4)	Dep_FC (p=2,3)	Cur_bal_sa (p=1-5)	
	→	LMB_Rez (p=1-5)	LMB_rate (p=2-5)	Neer (p=1-3)	DepKred (p=2-6)	Fin_Bal_sa (p=1,2)	
	→	LCor_Ac (p=1,2,4,5)	LOvdp_r (p=2,3)	IPC_sa (p=1-6)		LExp (p=2)	
	→	LOVDP_B (p=3,4,6)					
	↔	LOVDP_B (p=5)	LMB_rate (p=1,6)	Neer (p=4-6)	LDep_FC (p=5)	LExp (p=5)	
	↔			Ex_Rate (p=3,5,6)	LDol_Kred (p=1-3)		
<i>LMB_Rez</i>	→	LMB (p=4-6)		IPC_sa (p=2-6)	LDep_FC (p=2,6)	Cur_bal_sa (p=1,6)	Gdp_Real (p=1)
	→	LOVDP_B (p=3)		REER (p=2,3)	LN2 (p=1)		
	→				BCap_R_sa (p=4-6)	TO_sa (p=2-4)	
	↔	LOVDP_B (p=4-6)	LMB_rate (p=3)	REER (p=4,5)	LDep_FC (p=4,5)	Debt_sa (p=2,6)	



	↔				LN2 (p=2-5)	Rez_Imp (p=2-6)	
	↔				DepKred (p=1,2)		
	↔				LDof_Kred (p=1-3)		

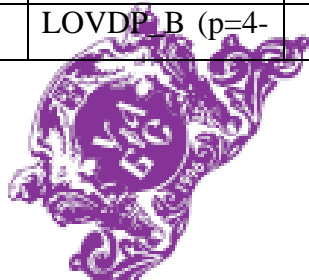


Державний вищий навчальний заклад
 "УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
 НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

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

Продовження Додатку 5.

Монетарні інструменти	Тип зв'язку	Показники грошової пропозиції	Показники вартості грошей	Показники монетарної стабільності	Змінні банківського сектору	Змінні зовнішнього сектору	Змінні реального сектору
<i>LOVDP</i>	→	M2_gdp_sa (p=4,5,6)		LEx_Rate (p=4)		LImp (p=6)	Gdp_exp_sa (p=4)
	→			LOf_rez (p=2,6)			Budg_sa (p=1,5,6)
	→						Gdp_real (p=3-6)
	↔	LMB (p=1-5)		LEx_Rate (p=1,2)		Debt_sa (p=1-3)	Budg_sa (p=2,3)
<i>LOVDP_B</i>	→	Cor_MB (p=1,4)	LMB_rate (p=3-6)		LDol_Kred (p=1,2)		
	→				LN2 (p=1)		
	→				Depkred (p=1)		
<i>LOf_rate</i>	→	LMb_Rez (p=1)	LDep_rate (p=4-6)	IPC_sa (p=4)	Dep_FC (p=3)		Budg_sa (p=3)
	→		Ref_rate (p=3,4,6)		Depkred (p=3,4)		
	↔			ISC_sa (p=4)			
<i>Ref_rate</i>	→	M3_gdp_sa		IPC_sa (p=4)			Gdp_exp_sa (p=5)
	→	(p=4,6)		ISC_sa (p=4,6)			LExp (p=5,6)
<i>LMB_Rate</i>	→	MB_Rez (p=1-6)		LEx_Rate (p=1)	LN2 (p=1)		
	→	LCor_Ac (p=5,6)			DepKred (p=1)		
	↔	LMB_Rez (p=3)		Ex_Rate (p=2-6)	Dep_FC (p=5,6)		
	↔	LOVDP_B (p=4-		LOf_Rez (p=1,6)			



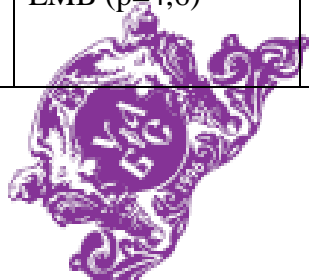
		6)					
--	--	----	--	--	--	--	--

Продовження Додатку 5.

Монетарні інструменти	Тип зв'язку	Показники грошової пропозиції	Показники вартості грошей	Показники монетарної стабільності	Змінні банківського сектору	Змінні зовнішнього сектору	Змінні реального сектору
<i>LMB</i>	→		LOf_rate (p=1)	LExRate (p=1)	Dep_Kred (p=2-4)	Debt_sa (p=1,2)	Gdp_sa (p=4-6)
	→		Ref_rate (p=3,5,6)	Neer (p=1,4,5)	Dep_FC (p=1,2)	Cur_bal_sa (p=1,2)	Inv_sa (p=2-4)
	→			IPC (p=2-5)		Fin_bal (p=1,2)	
	↔	M2_gdp (p=2,3)		Neer (p=2,3)	Dep_FC (p=4,6)	Debt_sa (p=3)	
	↔	Int_sa (p=1-4)		LExRate (p=2-6)		Imp (p=2-6)	
	↔	LOVDP (p=1-5)		IPC (p=6)		Exp (p=2,5,6)	
<i>M2_Gdp_sa,</i> <i>M3_Gdp_sa</i>	→	M0_M3 (p=4-6)	Ref_rate (p=4,5)	LExrate (p=4)	LKred_Gdp (p=4-6)	Rez_imp (p=2-6)	Gdp_real (p=4-6)
	→			IPC_sa (p=5-6)	LDolar (p=3,4,6)	Cur_Bal (p=1-6)	LImp (p=1-6)
	→			ISC_sa (P=4-6)	LBcap_As (p=1,2,5)		Inv_sa (p=1-4)
	→			Neer (p=1-4)	DepKred (p=4-6)		
	→				Dep_FC (p=1,2)		
	↔		LDep_rate (p=2,6)	IPC_sa (p=1-4)			Budg_sa (p=1-5)
	↔			ISC_sa (p=3)			LExp (p=2-6)



Монетарні показники	Тип зв'язку	Показники грошової пропозиції	Показники вартості грошей	Показники монетарної стабільності	Змінні банківського сектору	Змінні зовнішнього сектору	Змінні реального сектору
<i>LMB_Cred</i>	→	LMB_Rez (p=1,2)	LMB_Rate (p=1,2,5,6)	LEx_Rate (p=2-6)	Dep_FC (p=2,4)		
	→	LOVDP_B (p=4-6)		Neer (p=2-4)	LDolkred (p=1,2)		
	→			IPC_sa (p=1-6)	DepKred (p=1-6)		
	→				LN2 (p=5,6)		
<i>LCor_Ac</i>	→	LMB_Cred (p=2-6)	LMB_Rate (p=2-6)	LEx_Rate (p=3-5)			
	→	LOVDP_B (p=1-3)		Neer (p=1-6)			
	→			Reer (p=5)			
<i>Cor_MB</i>	→	LMB_Rez (p=1,2)	LMB_Rate (p=1-3)	Reer (p=5)	LN2 (p=1-3)		
<i>LDep_FC</i>	→	LMB (p=2,3,5)	LMB_Rate (p=2-4)	LOf_Rez (p=2-6)	LN2 (p=1-6)	Debt_sa (p=2-6)	Gdp_real (p=2-6)
	→	LMB_Rez (p=1,3)	LDep_rate (p=2,3)	LEx_Rate (p=5,6)	Dol_Kred (p=1-6)	Rez_Imp (p=1-4)	Budg_sa (p=1)
	→	LOVDP_B (p=4-6)		IPC_sa (p=5,6)	BCap_R (p=3,5)		
	↔	LMB_Rez (p=4,5)	LMB_Rate (p=5,6)	LEx_Rate (p=2-4)	DepKred (p=1-4)		Inv_sa (p=4-6)
	↔	LMB (p=4,6)			BCap_R_s(p=1,2,6)		

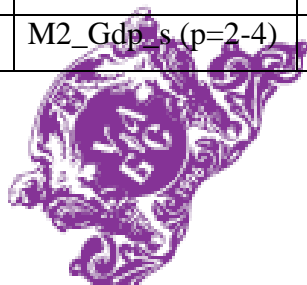




Державний вищий навчальний заклад
"УКРАЇНСЬКА АКАДЕМІЯ БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ
НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ"

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

Монетарні показники	Тип зв'язку	Показники грошової пропозиції	Показники вартості грошей	Показники монетарної стабільності	Змінні банківського сектору	Змінні зовнішнього сектору	Змінні реального сектору
<i>LDol_Kred</i>	→	LMB (p=4,6)	LMB_Rate (p=2-6)	LOf_Rez (p=2-6)	LN2 (p=2-6)	Debt (p=2-6)	
	→	LOVDP_B (p=4-6)		Neer (p=3,5,6)	DepKred (p=2,4)	Rez_Imp (p=1-3)	
	→			IPC_sa (p=6)	BCap_As (p=1-4)		
	↔	LMB_Rez (p=3)		Neer (p=2)	DepKred (p=5,6)		
	↔				BCap_R (p=1,2,6)		
<i>Dep_Kred</i>	→	LMB_Rez (p=3,4)	LMB_Rate (p=2-6)	Neer (p=1-3,5)	Dep_FC (p=2,6)	Debt_sa (p=2-6)	Gdp_real (p=2-6)
	→	LOVDP_B (p=5,6)	LDep_Rate (p=2-6)		LN2 (p=1-6)		Budg_sa (p=3-5)
	↔	LMB_Rez (p=1,2)		Neer (p=4,6)	Dep_FC (p=1,5)	Debt_sa (p=1)	Budg_sa (p=1,2)
	↔	MB_Cred (p=5)		LEx_rate (p=4-6)	DolKred (p=1,5,6)		
<i>LDep_rate</i>	→	LMB (p=2-4)				Rez_Imp (p=2-6)	Gdp_sa (p=4)
	→	LMB_Rez (p=2,3)					Inv_sa (p=4)
	→	M2_Gdp_s (p=2-4)					Budg (p=1-6)



	↔				BCap_R (p=2-5)		
--	---	--	--	--	----------------	--	--

Продовження Додатку 5.

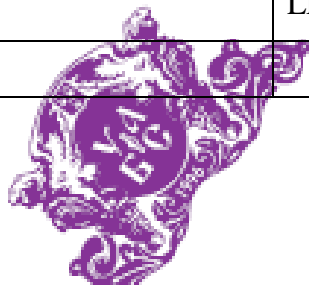
Монетарні показники	Тип зв'язку	Показники грошової пропозиції	Показники вартості грошей	Показники монетарної стабільності	Змінні банківського сектору	Змінні зовнішнього сектору	Змінні реального сектору
LKred_Gdp	→	LMB_Rez (p=2-4)	LMB_Rate (p=2-6)		BCap_R_sa (p=4)	Debt_sa (p=2-6)	
	→				LBCap_As	TO_sa (p=5,6)	
	→				(p=1,2,5)	Rez_Imp (p=1-3)	
	↔	LOVDP_B (p=3-6)			BCap_R_sa (p=1,2,5,6)		LG_Debt (p=1,2)
	↔	MB_Cred (p=4-6)					
ISC_sa	→	LMB_Rez (p=1-3)	LDep_Rate (p=2-6)	LOf_Rez (p=1,2,5)		LImp (p=3,6)	Budg_sa (p=1,3,4,6)
	→	M2_Gdp_s (p=1,2)	LOf_rate (p=1-5)	Ex_Rate (p=1)		Cur_bal_sa (p=5,6)	Gdp_real (p=1,5,6)
	→		Ref_rate (p=1,2)	Ipc_sa (p=1)		Fin_Bal (p=3)	
	↔	LMB_Rez (p=4-6)		Ipc_sa (p=2,4)		LImp (p=1,2,4,5)	Gdp_sa (p=2-6)
	↔	M2_Gdp_sa (p=4)				LExp (p=1,2,4,6)	



	↔					Cur_bal (p=2-4)	
	↔					Fin_Bal(p=4-6)	

Продовження Додатку 5.

Монетарні показники	Тип зв'язку	Показники грошової пропозиції	Показники вартості грошей	Показники монетарної стабільності	Змінні банківського сектору	Змінні зовнішнього сектору	Змінні реального сектору
<i>IPC_sa</i>	→	M0_M3 (p=1,5,6)	LDep_Rate (p=1-6)	ExRate (p=1-5)	BCap_R_sa (p=3,4)	Debt_sa (p=2-6)	GDebt (p=1-4)
	→	LMB_Rez (p=1-6)	LOf_Rate (p=1,2)	Neer (p=1-6)	DepKred (p=1-6)	Rez_Imp (p=2-4)	Gdp_real (p=2-6)
	→	INT_sa (p=3-5)	Ref_Rate (p=1-3)	ISC_sa (p=4,5)	Dep_FC (p=1,4-6)	Cur_Bal_sa	Budg_sa (p=6)
	→			LOf_Rez (p=5,6)		(p=5,6)	Gdp_sa (p=1-5)
	↔	M0_M3 (p=2-4)				Cur_Bal(p=2,3)	Inv_sa (p=2-5)
	↔	M2_Gdp_s (p=1,2)				LImp (p=2-6)	Budg_sa (p=2-4)
	↔	INT_sa (p=1,2)				LExp (p=1,2,4)	
	→					Fin_Bal_sa (p=2)	
<i>Debt_sa</i>	→	M3_Gdp_sa (p=3-6)	Ovdp_Rate (p=2-6)	Reer (p=1)	Dep_FC (p=1)		Budg_sa (p=1-5)
	→	LMB (p=4,6)		LEx_rate	Kred_Gdp (p=1)		Gdp_real (p=5,6)
	→	LOvdp (p=2-4)		(p=2-6)	LBCap_As (p=1,2)		Gdp_exp (p=2-4)
	→	Int_sa (p=2,5,6)			BCap_R_sa (p=1-6)		Inv_sa (p=1,4-6)
	↔	Int_sa (p=1)				LExp (p=3-5)	LGdp (p=4-6)
<i>LG_Debt</i>	→		LDep_Rate (p=5,6)		LKr_Gdp (p=2,3)	TO_sa (p=1-4)	Gdp_exp (p=1,2)
	→				LDolar (p=1-3)	Rez_Imp (p=2-6)	Budg_sa (p=5,6)



	→		LDep_Rate (p=1,2)		BCap_R _{sa} (p=2-6)	
--	---	--	-------------------	--	------------------------------	--



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

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

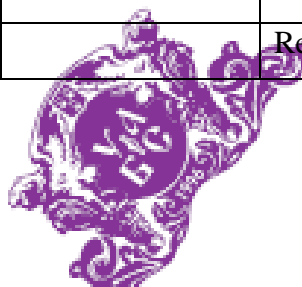
Монетарні показники	Тип зв'язку	Показники грошової пропозиції	Показники вартості грошей	Показники монетарної стабільності	Змінні банківського сектору	Змінні зовнішнього сектору	Змінні реального сектору
<i>Budg_sa</i>	→	LOvdp (p=6)	LOf_rate (p=4,5)		LBCap_As (p=1,2)	Cur_bal_sa (p=5)	Gdp_exp (p=1,2)
	→		Ref_rate (p=3-5)		BCap_R_sa (p=1,2)	LImp (p=3)	
	→				LKred_Gdp (p=1,2)	Fin_bal_sa (p=5)	
	↔	M2_Gdp_s (p=1-6)			LBCap_As (p=3)	Cur_bal_s (p=3,4)	Inv_sa (p=3,4)
	↔	LMB (p=1-6)			BCap_R_sa (p=3)	LImp (p=4)	Gdp_exp (p=3,4)
	↔	LOvdp (p=2,3)					LGdp (p=3,4)
<i>Inv_sa</i>	→	LMB (p=6)	LOf_rate (p=1)	ISC_sa (p=4-6)		Fin_bal_sa (p=1)	Gdp_real (p=1)
	→	LOvdp (p=5,6)	LDep_rate (p=1,6)	LExRate (p=1,2)		Cur_bal_sa (p=4,5)	
	→		Ref_rate (p=5)				
	↔	Int_sa (2,3)		LExRate (p=3-6)	Dep_FC (p=4-6)	LImp (p=1-6)	Gdp_sa (p=1-6)
	↔	M2_gdp_sa (p=2,3)		IPC_sa (p=2-5)		LExp (p=1-6)	Budg_sa (p=3,4)
	↔	LMB (p=4-5)		Neer (p=4,6)			



Макро- економічні показники	Тип зв'язку	Показники грошової пропозиції	Показники вартості грошей	Показники монетарної стабільності	Змінні банківського сектору	Змінні зовнішнього сектору	Змінні реального сектору
<i>Fin_Bal_sa</i>	→	LOVDP (p=2)	LDep_rate (p=1,6)	LExRate (p=1,3,4)	LKred_Gdp (p=1,2,3,4,6)		Budg_sa (p=3,4)
	→		Ref_rate (p=4)	LOf_Rez (p=6)	Depkred (p=1-4)		
	→			ISC_sa (p=3,4)			
	↔	LMB (p=2)		IPC_sa (p=2-4)	LDolar (p=1,5)		Gdp_exp (p=2,4)
<i>Cur_Bal_sa</i>	→	LOVDP (p=3,6)	LDep_rate (p=1)	LEx_rate (p=3,4)	LDep_Kred (p=1-4)	Fin_Bal_sa (p=1,2,5,6)	Budg_sa (p=2-4)
	→	M3_Gdp_s (p=5)		Isc_sa (p=2-4)		LExp (p=4,6)	Gdp_exp (p=4-6)
	→			Ipc_sa (p=2-4)		LImp (p=2,5)	Gdp_sa (p=2)
	↔					LExp (p=2)	
<i>LImp</i>	→	LMB (p=1,4)	LDep_rate (p=1,4,5,6)	Neer (p=1-4)	Dep_Fc (p=1-5)	Debt_sa (p=2-6)	Gdp_real (p=2-6)
	→	LOvdp (p=1)		LExrate (p=1-6)		Fin_Bal_sa (p=1,2)	Budg_sa (p=4,6)
	→	Int_sa (p=4)	LOf_rate (p=1)	LOf_Rez (p=5)		LExp (p=2,3)	
	↔	Int_sa (p=1)		Isc_sa (p=1-4)		Cur_bal_sa (p=1-3)	Gdp_sa (p=4-6)
	↔	LMB (p=2,3,5)		Ipc_sa (p=1-6)			Inv_sa (p=1-6)



Макро- економічні показники	Тип зв'язку	Показники грошової пропозиції	Показники вартості грошей	Показники монетарної стабільності	Змінні банківського сектору	Змінні зовнішнього сектору	Змінні реального сектору
<i>LExp</i>	→	LMB (p=1,3)	LDep_rate (p=4,6)	LExRate (p=1,2)	Dep_FC	Cur_bal_sa (p=1)	Gdp_real (p=2-6)
	→	LOvdp (p=1,2)	LOf_rate (p=1)	ISC_sa (p=3,5,6)	(p=1,2,4)	Fin_bal_sa (p=1,2)	
	→	Int_sa		IPC_sa (p=3,5,6)		LImp (p=2,3)	
	→	(p=1,2,5,6)		Neer (p=1-3)			
	→			LOF_Rez (p=5,6)			
	↔	LMB (p=1,3)		LExRate (p=3-6)		Cur_bal_sa (p=2)	Inv_sa (p=1-6)
	↔	M2_gdp (p=2,4)		ISC_sa (p=1,2)			Gdp_sa (p=2-6)
	↔			IPC_sa (p=1,2,4)		Debt_sa (p=3-6)	
<i>Gdp_real</i>	→	LMB (p=2-6)	Ovdp_rate		Dep_fc (p=1)	Fin_bal_sa (p=4)	Budg_sa (p=4,5)
	↔	Inv_sa (p=4-6)	(p=1,2,5,6)			Debt_sa (p=6)	
	↔					LExp (p=3)	
<i>Gdp_sa</i>	→	LOvdp (p=2,3)		Neer (p=1,4,5,6)	Dep_Fc (p=1,2)	Cur_bal_sa (p=1-5)	Budg_sa (p=1,6)
	→	LMb (p=3,4,6)		ISC_sa (p=3-5)		Fin_bal_sa (p=1-3)	
	↔			Neer (p=2,3)	Dep_Fc (p=4-6)	LImp (p=2-4)	Budg_sa (p=3,4)
	↔	LMb (p=2,5)		ISC_sa (p=2,6)		LExp (p=2-5)	
<i>Gdp_Exp</i>	→		LDep_rate (p=1)	ISC_sa (p=3)	DepKred (p=1,3)	Fin_bal_sa (p=1-6)	Budg_sa (p=3,4)
	→		Ref_rate (p=4,5)	IPC_sa (p=4)		LExp (p=2)	Inv_sa (p=1)



						Imp (p=2)	
--	--	--	--	--	--	-----------	--



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

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

Розширений тест Дікі-Фуллера ADF на стаціонарність часових рядів

Показник	ADF - статистика		Критичне значення для $\alpha = 0,05$	Інтегрованість	
	Ряд	Перші різниці		Ряд	Перші різниці
BCAP_AS	-2,347370	-6,782841	-2,941145	I(1)	I(0)
BCAP_R	-7,037980		-2,943427	I(0)	
BUDG	-0,274786	-5,323005	-2,9358	I(1)	I(0)
COR_AC	-0,161904	-8,958634	-1,945024	I(1)	I(0)
CUR_BAL	-2,366228	-8,365887	-2,928142	I(1)	I(0)
DEBT	0,642063	-4,777728	-2,9358	I(1)	I(0)
DEP_FC	-1,300750	-5,186031	-2,9358	I(1)	I(0)
DEP_RATE	-2,171179	-4,480177	-2,9358	I(1)	I(0)
DEPKRED	-1,064733	-3,071724	-2,9358	I(1)	I(0)
DOL_KRED	-1,394702	-4,797639	-2,898623	I(1)	I(0)
DOLAR	-2,076814	-5,824862	-3,533083	I(1)	I(0)
EXRATE	-1,080042	-4,781254	-2,9358	I(1)	I(0)
FIN_BAL	-2,221384	-6,808685	-2,9358	I(1)	I(0)
GDP_EXP	-2,357834	-9,536266	-2,9358	I(1)	I(0)
GDP_REAL	-2,284163	-5,796622	-2,928142	I(1)	I(0)
INT	-3,721801		-2,9339	I(0)	
IPC_SA	-2,800866	-5,755804	-2,929734	I(1)	I(0)
ISC_SA	-2,367484	-6,846967	-2,928142	I(1)	I(0)
KRED_GDP	-3,091477	-2,804282	-3,548490	I(2)	I(1)
M2_GDP	-1,414563	-10,03011	-2,9358	I(1)	I(0)
M3_GDP	-1,559542	-7,141165	-2,931404	I(1)	I(0)
MB	-0,124868	9,931152	-2,898145	I(1)	I(0)
MB_CRED	-1,771234	-8,276468	-2,898145	I(1)	I(0)
MB_RATE	-3,186062		-2,898145	I(0)	
MB_REZ	-2,435403	-4,638477	-2,9358	I(1)	I(0)
MO_M3	-1,791000	-7,250595	-3,533083	I(1)	I(0)
N2	-0,535970	-4,658581	-2,898145	I(1)	I(0)
NEER	-0,176360	-5,480459	-2,9358	I(1)	I(0)
OF_RATE	-2,403651	-3,861661	-2,9558	I(1)	I(0)
OF_REZ	-1,438261	-6,993017	-2,898145	I(1)	I(0)
OVDP	2,065292	-8,700104	-3,523623	I(1)	I(0)
OVDP_B	-0,262131	-7,800709	-3,466966	I(1)	I(0)
REER	-2,646956	-6,467748	-2,9358	I(1)	I(0)
REZ_IMP	-1,983512	-4,800130	-2,9358	I(1)	I(0)
TO	-0,748451	-10,33070	-1,949319	I(1)	I(0)



ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи на тему:

«Валютна політика в системі забезпечення

фінансової стабільності економіки»

викладача кафедри моделювання складних систем

Сумського державного університету

Маринич Тетяни Олександрівни

Однією з актуальних проблем ведення успішного банківського бізнесу в сучасних умовах є налагодження відповідної системи управління ризиками. Нестабільність фінансової системи в Україні і світі роблять нагальним завдання підвищення ефективності та запровадження нових методик виявлення, оцінки та мінімізації банківських ризиків.

Запропонована автором методика визначення чинників фінансової стабільності економіки та механізму її забезпечення є корисним інструментом оцінки зовнішніх макроекономічних ризиків. В практичній діяльності ПАТ «ВіЕйБі Банк» використовується авторський підхід щодо аналізу короткострокових ефектів та довгострокових зв'язків між показниками фінансового та реального секторів економіки, який дає можливість оцінити чутливість банку до екстремальних змін валютної та монетарної політики Національного банку України.

Начальник відділення

ПАТ «ВіЕйБі Банк»



Т. С. Косторна



Вих. № 132
23 07 20 13 р.

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи на тему:

**«Валютна політика в системі забезпечення
фінансової стабільності економіки»**

**викладача кафедри моделювання складних систем
Сумського державного університету
Маринич Тетяни Олександрівни**

Невідповідність банківських активів та зобов'язань як за строками, так і за валютами, а також посилення фінансових дисбалансів в економіці вимагають запровадження банківськими установами системи аналізу можливих монетарних, валютних та макроекономічних ризиків.

З огляду на це, корисною є запропонована автором методика оцінки трансмісійної дії інструментів валютної політики на показники фінансового та реального секторів економіки. Методика дисертанта щодо моделювання валютного курсу як одного з основних факторів фінансової стабільності економіки використовується структурним підрозділом АТ «ЗЛАТОБАНК» в оцінках макроекономічного середовища та сценарному аналізі.

Директор Відділення «Сумська РД»
АТ «ЗЛАТОБАНК»



Г. А. Євсєєва





СУМСЬКА ОБЛАСНА ДЕРЖАВНА АДМІНІСТРАЦІЯ

пл. Незалежності, 2, м. Суми, 40000, тел. (0542) 60-77-55, факс 63-18-16

E-mail: mail@state-gov.sumy.ua Код ЄДРПОУ 14005581

05.04.2012 № 0119/2045 На № _____ від _____

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи на тему: «Валютна політика в системі забезпечення фінансової стабільності економіки» асистента кафедри моделювання складних систем Сумського державного університету Маринич Тетяни Олександрівни

Проблема забезпечення стійкості фінансових систем різного ієрархічного рівня сьогодні перестає бути лише фінансовим чи економічним питанням, а переходить у площину політичних, оскільки є одним із чинників досягнення безпеки розвитку регіонів та держави загалом. Забезпечення фінансової стабільності економіки області створює сприятливе середовище для економічного розвитку і зростання, завдяки чому суб'єкти господарювання регіону покращують свій фінансовий стан та набувають фінансової стійкості.

Зростаючі виклики внутрішніх та зовнішніх загроз вимагають аналізу граничного обмежувального навантаження на територію та прогнозування економічного розвитку в залежності від зміни певних факторів або шоків у економічній політиці держави.

Розроблена автором методика визначення якісних характеристик та основних чинників досягнення стійкості фінансової системи регіонального рівня використовується Сумською обласною державною адміністрацією при реалізації Стратегії соціально-економічного розвитку Сумської області на період до 2015 року «Нова Сумщина-2015».

**Заступник голови-керівник
апарату Сумської обласної
державної адміністрації**

О.М. Цупро





ЗАТВЕРДЖУЮ

Ректор Сумського державного
університету, професор

А.В.Васильєв

„25” 09 2013 р.

АКТ

про впровадження результатів дисертаційного дослідження

„25” 09 2013 р.

м. Суми

№ 11

Акт складено комісією у складі:

Голова: Декан факультету економіки та менеджменту, доктор економічних наук, професор Прокопенко О.В.

- Члени комісії:
1. Завідувач кафедри фінансів і кредиту, кандидат економічних наук, професор Боронос В.М.
 2. Заступник декана факультету економіки та менеджменту з методичної роботи, кандидат економічних наук, доцент Склад І.Д.

Комісія провела роботу щодо визначення фактичного впровадження результатів дисертаційного дослідження Маринич Тетяни Олександрівни «Валютна політика в системі забезпечення фінансової стабільності економіки» у навчальний процес факультету економіки та менеджменту та центру заочної, дистанційної та вечірньої форм навчання Сумського державного університету (СумДУ).



Комісія розглянула такі матеріали:

1. Дисертаційну роботу Маринич Тетяни Олександрівни «Валютна політика в системі забезпечення фінансової стабільності економіки».
2. Робочі навчальні програми курсів дисциплін:
 - 2.1. «Управління фінансовими ризиками» (викладається на денному та заочному відділеннях, а також за дистанційною формою навчання за програмою підготовки магістрів 8.03050801 «Фінанси і кредит»).
 - 2.2. «Банківські операції» (викладається на денному та заочному відділеннях, а також за дистанційною формою навчання за програмою підготовки бакалаврів 6.030508 «Фінанси і кредит»).
3. Навчально-методичні матеріали для вивчення перелічених дисциплін.

За результатами проведеної роботи комісією встановлено:

1. Розроблені в дисертаційній роботі Маринич Тетяни Олександрівни «Валютна політика в системі забезпечення фінансової стабільності економіки» методичні і науково-теоретичні положення уведені в робочі програми навчальних дисциплін «Управління фінансовими ризиками» та «Банківські операції».
2. Застосування в навчальному процесі факультету економіки та менеджменту та центру заочної, дистанційної та вечірньої форм навчання СумДУ матеріалів дисертаційного дослідження Маринич Тетяни Олександрівни «Валютна політика в системі забезпечення фінансової стабільності економіки» дало змогу адаптувати перелічені дисципліни до сучасних умов розвитку фінансового ринку та економіки України в цілому, поглибити їх теоретико-методичні основи і як результат – підвищити якість підготовки фахівців з економічних спеціальностей.

Голова комісії



О. В. Прокопенко

Члени комісії:



В. М. Борнос



І. Д. Скляр





ЗАТВЕРДЖУЮ

Ректор Сумського державного
університету, професор

А.В.Васильєв

„02” 10 2013 р.

АКТ

про впровадження результатів дисертаційного дослідження

„02” 10 2013 р.

м. Суми

№ 12

Акт складено комісією у складі:

Голова: Декан факультету електроніки та інформаційних технологій, доктор фізико-математичних наук, доцент Проценко С. І.

Члени комісії: 1. Завідувач кафедри моделювання складних систем, кандидат фізико-математичних наук, доцент Карпуша В. Д.
2. Заступник декана факультету електроніки та інформаційних технологій з методичної роботи, кандидат технічних наук, доцент Алексєнко О. В.

Комісія провела роботу щодо визначення фактичного впровадження результатів дисертаційного дослідження Маринич Тетяни Олександрівни «Валютна політика в системі забезпечення фінансової стабільності економіки» у навчальний процес факультету електроніки та інформаційних технологій Сумського державного університету (СумДУ).



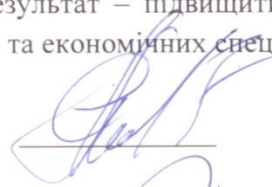
Комісія розглянула такі матеріали:

1. Дисертаційну роботу Маринич Тетяни Олександрівни «Валютна політика в системі забезпечення фінансової стабільності економіки».
2. Робочі навчальні програми курсів дисциплін:
 - 2.1. «Моделювання економічних, екологічних та соціальних процесів» (викладається на денному, заочному відділеннях та за дистанційною формою навчання бакалаврів спеціальності 6.040301 «Прикладна математика»).
 - 2.2. «Математичні методи в економіці» (викладається на денному та заочному відділеннях, а також за дистанційною формою навчання за програмою підготовки бакалаврів 6.040301 «Прикладна математика»).
 - 2.3. «Прикладна економетрія» (викладається на денному відділенні за програмою підготовки спеціалістів 7.04030101 «Прикладна математика»).
 - 2.4. «Економетрія» (викладається на денному та заочному відділеннях, а також за дистанційною формою навчання за програмою підготовки бакалаврів 6.030601 «Менеджмент»).
3. Навчально-методичні матеріали для вивчення перелічених дисциплін.

За результатами проведеної роботи комісією встановлено:


1. Розроблені в дисертаційній роботі Маринич Тетяни Олександрівни «Валютна політика в системі забезпечення фінансової стабільності економіки» методичні і науково-теоретичні положення уведено до робочих програм навчальних дисциплін: «Моделювання економічних, екологічних та соціальних процесів», «Математичні методи в економіці», «Прикладна економетрія» та «Економетрія».
2. Застосування в навчальному процесі факультету електроніки та інформаційних технологій СумДУ матеріалів дисертаційного дослідження Маринич Т.О. «Валютна політика в системі забезпечення фінансової стабільності економіки» дало змогу адаптувати перелічені дисципліни з урахуванням сучасних підходів економетричного моделювання, поглибити їх теоретико-методичні основи і як результат – підвищити якість підготовки фахівців з інформаційних технологій та економічних спеціальностей.

Голова комісії

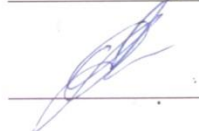


С. І. Проценко

Члени комісії:



В. Д. Карпуша



О. В. Алексенко

