

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

Кваліфікаційна наукова праця
на правах рукопису

СЕГЕДА ЛЮДМИЛА МИРОНІВНА

УДК 336.711

ДИСЕРТАЦІЯ

ГРОШОВО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ
В УМОВАХ ФІНАНСОВОЇ НЕСТАБІЛЬНОСТІ

Спеціальність 08.00.08. – гроші, фінанси і кредит

Подається на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук

Дисертація містить результати власних досліджень. Використання ідей, результатів і текстів інших авторів мають посилання на відповідне джерело

 Л. М. Сегеда

*Звернувшись за листом з
іменним підписом
дисертації
порамі
Звернувшись*

Науковий керівник:

Дзюблюк Олександр Валерійович
доктор економічних наук, професор



Звернувшись
Тернопіль – 2018

АНОТАЦІЯ

Сегеда Л.М. «Грошово-кредитна політика центрального банку в умовах фінансової нестабільності». – Кваліфікаційна наукова праця на правах рукопису.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. – Тернопільський національний економічний університет, Тернопіль, 2018.

Дисертація присвячена вивченню теоретичний, методичних і практичних аспектів реалізації грошово-кредитної політики центрального банку в контексті подолання фінансової нестабільності.

Проблематика забезпечення ефективності грошово-кредитної політики є надзвичайно актуальною для України, адже, виходячи із світового досвіду в цій сфері та вітчизняних реалій, саме монетарний інструментарій може бути використаний для забезпечення цінової, валютної і фінансової стабільності, а також забезпечення економічного зростання.

На основі систематизації існуючих на сьогоднішній день наукові підходів до визначення сутності поняття «макроекономічна стабільність» в дисертації запропоновано розглядати його як такий довготривалий динамічний стан економіки країни, який відображає ефективну реалізацію функцій державних інституцій в поєднанні із досягненням збалансованості ключових макроекономічних показників (інфляція, валютний курс, рівень безробіття, сальдо платіжного балансу) та є базовою вихідною умовою для сталого виробничого зростання.

Виокремлено чотири базові опори дефініції макроекономічна стабільність (теорія «провалів ринку», теорія «провалів держави», теорія хаосу та концепція турбулентності), які дали змогу узагальнити сутність макроекономічної нестабільності під якою запропоновано розуміти такий тривалий динамічний стан, який відображає хаотичну зміну ключових макроекономічних показників (ВВП, інфляція, валютний курс, грошова маса, сальдо платіжного балансу), що, нарівні із розбалансованістю і зниженням ефективності реалізації функцій головних державних інституцій, призводить до уповільнення економічного зростання,

розгортання кризових явищ та фінансової нестабільності.

За аналогією до макроекономічної нестабільності в дисертації обґрунтовано поняття фінансової нестабільності, яка відображає процес наростання дисбалансів на фінансовому ринку країни та нестійкість динаміки грошово-кредитних відносин, що характеризується хаотичним відхиленням ключових фінансових показників (валютний курс, інфляція, відсоткові ставки, динаміка кредитів та депозитів) від оптимальних значень у довготривалій перспективі.

Досліджуючи теоретичні підходи до розуміння сутності фінансової стабільності в дисертації зроблено висновок про те, що фінансова стабільність охоплює різні елементи фінансової системи: інфраструктуру, інститути і ринки, від стабільного функціонування яких залежить її здатність протистояти шокам і системним ризикам. Фінансова інфраструктура охоплює взаємопов'язану сукупність фінансових інституцій – банків, фінансових компаній, органів монетарної та фіскальної влади. Інститути, в розумінні західної економічної теорії, означають закони і «правила гри» в економіці, тому ефективність законів та інших правових норм виступатимуть запорукою досягнення фінансової стабільності. Ринки – відображають динаміку фінансової стабільності через динаміку ключових індикаторів фінансової стабільності, якими на наш погляд повинні бути наступні: інфляція (товарний ринок); валютний курс (валютний ринок); процентні ставки (грошовий ринок і ринок капіталів). Таким чином, з цих позицій фінансова стабільність, це такий стан фінансової системи в країні, який характеризується ефективним та надійним функціонуванням усіх інститутів фінансового посередництва, що забезпечують організацію грошово-кредитних відносин, і такий рух коштів в економіці, який сприяє досягненню сталого виробничого зростання та суспільного добробуту.

Доведено, що нові виклики і завдання, які постали перед центральними банками у сфері забезпечення фінансової стабільності та підтримання економічного зростання поступово еволюціонували у функції розширюючи роль центральних банків в економіці. Таким чином в дисертації обґрунтовано функції забезпечення фінансової стабільності та підтримки економічного зростання у якості нових

нетрадиційних функцій центрального банку, які визначають його сутність і призначення в економіці.

Враховуючи еволюцію функцій і ролі центрального банку, в дисертації запропоноване авторське визначення центрального банку як інституту державної влади, наділеного монополієм правом емісії грошей і організації грошового обігу та повноваженнями у сфері регулювання банківської системи і розвитку фінансових ринків шляхом реалізації таких його функцій як реалізація грошово-кредитної політики, забезпечення фінансової стабільності та підтримання сталого економічного зростання.

Аналіз впливу основних показників таргетування на макроекономічні процеси дозволив визначити, що на сьогодні інфляційне таргетування не виступає дієвим методом впливу на економічні процеси країни, адже НБУ не в повній мірі володіє засобами досягнення інфляційної мети, а монетарне управління неможливе через непрогнозованість впливу на ціни, що не може спричинити реакції ринкових інститутів на здійснення відповідних змін. Відтак, оптимальним режимом на сьогодні виступає саме валютне таргетування, адже саме валютний курс здійснює вагомий вплив на макроекономічну стабільність країни та НБУ має достатньо інструментів впливу на його рівень.

Обґрунтовано, що стабілізаційні заходи, які застосовував НБУ в умовах кризи, були нівельовані неефективністю валютно-курсової політики, оскільки основною метою вилучення надлишкової ліквідності було запобігання можливим спекуляціям на валютному ринку. А спрямованість валютно-курсової політики на забезпечення курсової стабільності неринковими методами спричинило критичне зниження рівня золотовалютних резервів та девальвацію гривні, що негативно вплинуло практично на всі сфери економіко-соціального життя країни. Запровадження системи плаваючого валютного курсу поставило нашу державу у цілковиту залежність від зовнішніх шоків, адже на сьогодні монетарна політика перебуває у повній залежності від іноземних запозичень, а валютна криза спричинила банківську кризу.

Аналіз впливу НБУ на забезпечення макроекономічної стабільності дозволив визначити, що своїми діями регулятор спричинив її порушення, оскільки замість

того, щоб реагувати на випередження, він зайняв пристосовницьку позицію. Крім того, деякі рішення регулятора, такі як зміна системи валютного регулювання, цілі грошово-кредитної політики мали досить суперечливий характер та неоднозначно відобразились на фінансово-економічному стані країни, особливо на розвитку реального сектору економіки.

Проаналізовано зарубіжний досвід ефективності реалізації монетарного режиму інфляційного таргетування на прикладі Нової Зеландії, як країни, що першою запровадила цей режим та має найбільший досвід у сфері забезпечення цінової стабільності, на основі чого зроблено наступний висновок: 1) впровадженню монетарного режиму таргетування інфляції в Новій Зеландії передбачав перехідний період терміном в дев'ять років, впродовж якого центральний банк використовував фактичне таргетування інфляції, валютного курсу і банківської ліквідності, що дало змогу поступово пристосувати всі економічні процеси та поведінку економічних агентів до нового монетарного режиму. Основною заслугою, в цьому контексті, було впровадження так званих «комфортних зон» валютного курсу що дозволило ефективно управляти очікуваннями економічних агентів; 2) на центральний банк було покладено високий рівень відповідальності за результати грошово-кредитної політики, а також вироблено основи високого рівня координації монетарної і фіскальної політики з метою досягнення цілей по інфляції, що було закріплено спеціальними нормативними документами і за недотримання домовленостей передбачається відставка голови центрального банку, чого немає в Україні; 3) вагома увага приділяється антимонопольній політиці, структурі зовнішньої торгівлі, розвитку внутрішнього ринку, що є базовими умовами забезпечення ефективності режиму інфляційного таргетування.

Вивчення досвіду таргетування інфляції у країнах, які за рівнем експорту сировини є подібними до України, зокрема Норвегія, Австралія, Туреччина, дозволило зробити висновок про те, що важливим під час реалізації монетарного режиму інфляційного таргетування є створення механізмів ефективного регулювання валютного курсу через операції своп та кредити рефінансування в іноземній валюті, а також впровадженням асиметричного процентного коридору,

який дозволяє центральним банкам не допустити надмірного накопичення надлишкової ліквідності на депозитних сертифікатах.

Досліджено особливості реалізації неконвенційної монетарної політики ФРС США та ЄЦБ на основі чого запропоновано рекомендації щодо розробки спеціальних програм Національного банку України з викупу непрацюючих активів діючих банківських установ з метою зниження рівня їх збитковості. Для реалізації цієї ідеї Національному банку України доцільно створити дочірню компанію з управління активами, яка шляхом отримання коштів рефінансування повинна викупити непрацюючі активи в комерційних банків. Іншим напрямком адаптації досвіду неконвенційної політики ФРС США, на наш погляд, може бути створення механізму для стимулювання економічного зростання шляхом як викупу «токсичних» активів комерційних банків під фінансування певних напрямків розвитку реального сектору економіки, так і надання пільгових кредитів рефінансування комерційним банкам для фінансування різноманітних інфраструктурних проектів.

Виходячи з аналітичної оцінки світового досвіду у сфері вибору і реалізації монетарних режимів, економіко-математичного аналізу дієвості інструментів грошово-кредитної політики Національного банку України, в дисертації обґрунтовано чотири ключових завдання монетарної політики, а саме: 1) оптимізація монетарного режиму шляхом модернізації його до рівня еклектичного монетарного режиму; 2) підвищення дієвості інструментів грошово-кредитної політики шляхом впровадження не конвенційних інструментів, валютних свопів та асиметричного коридору процентної політики; 3) подолання фінансової нестабільності шляхом забезпечення цінової та валютної стабільності за рахунок удосконалення валютно-курсової політики та впровадження монетарного правила спрямованого на встановлення оптимального співвідношення динаміки валютного курсу й інфляції; 4) підтримання сталого економічного зростання шляхом виконання попередніх завдань та шляхом реалізації програм довгострокового рефінансування комерційних банків з метою стимулювання кредитування реального сектору економіки.

Ключові слова: грошово-кредитна політика, центральний банк, фінансова нестабільність, макроекономічна стабільність, рефінансування, процентна політика, монетарний режим.

ANNOTATION

Sheheda L.M. " The monetary policy of central bank in a context of financial volatility ". - Qualifying scientific work on the rights of manuscripts.

Thesis for a Scholarly Degree of Candidate of Economic Sciences, in specialty 08.00.08 - money, finance and credit. - Ternopil National Economic University, Ternopil, 2018.

The thesis is devoted to the study of theoretical, methodological and practical aspects of the monetary policy of the central bank implementation in the context of overcoming financial instability.

The issue of ensuring the effectiveness of monetary policy is extremely relevant for Ukraine, because, based on world experience in this field and domestic realities, monetary instruments can be used to ensure price, currency and financial stability, as well as to ensure economic growth.

On the basis of systematization of the existing scientific approaches to the definition of the concept of "macroeconomic stability" it is proposed to consider it as a long-term dynamic performance of the country's economy, which reflects the effective realization of the state institutions' functions in conjunction with the achievement of the balance of key macroeconomic indicators (inflation, exchange rate, unemployment rate, balance of payments) and is the basic starting point for sustainable industrial growth.

There were marked four basic definitions of macroeconomic stability (the theory of "market failures", the theory of "failures of the state", the theory of chaos and the concept of turbulence), which allowed to generalize the essence of macroeconomic instability, which suggests to understand as a long dynamic performance, which reflects a chaotic change in key macroeconomic indicators (GDP, inflation, exchange rate, money supply, balance of payments), along with the imbalance and lower efficiency of

the main state institutions' functions, that leads to slower economic growth, crisis manifestation and financial instability.

The thesis is based on the concept of financial instability by analogy to macroeconomic instability, which reflects the increasing process of imbalances in the financial market of the country and the instability of the dynamics of monetary and credit relations which is characterized by a chaotic deviation of the key financial indicators (exchange rate, inflation, interest rates, dynamics of loans and deposits) from the optimal values in the long run.

In the study of theoretical approaches to understand the essence of financial stability, the dissertation concluded that financial stability covers the various elements of the financial system: infrastructure, institutions and markets, the stable functioning of which depends on its ability to withstand shocks and systemic risks. The financial infrastructure covers an interconnected set of financial institutions - banks, financial companies, monetary and fiscal authorities. Institutions, in the understanding of Western economic theory, mean laws and "rules of the game" in the economy, so the effectiveness of laws and other legal rules will serve as a guarantee of financial stability. Markets - reflect the dynamics of financial stability through the dynamics of key indicators of financial stability, which in our opinion should be the following: inflation (commodity market); exchange rate (foreign exchange market); interest rates (money market and capital market). Thus, from these standpoints, the financial stability is a performance of the financial system in a country which is characterized by the efficient and reliable functioning of all institutions of the financial intermediation that provide monetary and credit relations and such movement of funds in the economy that contributes to sustainable production growth and public welfare.

It has been proved that the new challenges and tasks faced by central banks in the sphere of providing the financial stability and maintaining the economic growth gradually evolved into a function of expanding the role of central banks in the economy. Thus in the dissertation the functions of ensuring financial stability and supporting economic growth as new non-traditional functions of the central bank, which determine its essence and purpose in the economy, are substantiated.

Taking into account the evolution of functions and the role of the central bank, the author's definition of the central bank as the institution of state power, endowed with the monopoly right to issue money and the organization of monetary circulation and powers in the sphere of regulation of the banking system and the development of financial markets through the realization of such functions as realization of monetary policy, ensuring financial stability and maintaining sustainable economic growth is proposed.

The analysis of the impact of the main indicators of targeting on macroeconomic processes has made it possible to determine that today inflation targeting is not an effective method of influencing the country's economic processes, since the NBU does not fully possess means of achieving the inflation target, and monetary control is impossible due to unpredictability of the impact on prices that cannot cause market institutions' reactions to make the appropriate changes. Thus, the most favorable mode for today is currency targeting, since it is the exchange rate that has a significant impact on the macroeconomic stability of the country and the NBU has enough tools to influence its level.

It is substantiated that stabilization measures that have been used by the NBU in times of crisis have been offset by the inefficiency of the exchange rate policy, since the main objective of removing excess liquidity was to prevent possible speculation in the foreign exchange market. And the direction of the exchange rate policy to ensure exchange rate stability by non-market methods led to a critical decline in the level of gold reserves and devaluation of the hryvnia, which adversely affected all areas of economic and social life of the country. The introduction of a floating exchange rate system put our country in complete dependence on external shocks, as today's monetary policy is completely dependent on foreign borrowings, and the currency crisis has caused a banking crisis.

The analysis of the NBU influence on ensuring macroeconomic stability has allowed determining that the regulator caused its violation by its actions, because instead of responding to the advance, it took an adaptive position. In addition, some regulator decisions, such as changing the system of currency regulation, the objectives of monetary policy were quite controversial and controversially reflected in the financial

and economic situation of the country, especially on the development of the real sector of the economy.

It has been analysed the foreign experience of the implementation the monetary regime of inflation targeting on the example of New Zealand as the country that first introduced this regime and has the greatest experience in the field of price stability, on the basis of which the following conclusion was made: 1) the introduction of a monetary regime for targeting inflation in New Zealand provided a transitional period of nine years, during which the central bank used the actual targeting of inflation, exchange rate and bank liquidity, which made it possible to gradually adapt all economic processes and economic agents' behavior to the new monetary regime. The main merit in this context was the introduction of so-called "comfortable zones" of the exchange rate, which allowed effectively managing the expectations of economic agents; 2) the central bank was assigned the high level of responsibility for the results of monetary policy, as well as developed the basis for the high level of coordination of monetary and fiscal policies in order to achieve the goals of inflation, which was enshrined in special regulations, and failure to comply with the agreements provides the resignation of the head of the central bank, which is not here in Ukraine; 3) the considerable attention is paid to the antitrust policy, to the structure of foreign trade, to the domestic market development, which are the basic conditions for ensuring the effectiveness of the regime of inflation targeting.

Studying the experience of targeting inflation in countries that are comparable to Ukraine in terms of raw materials exports, in particular Norway, Australia, Turkey, has made it possible to conclude that during the effective implementation of the monetary regime of inflation targeting it is important to create mechanisms for effective exchange rate management through the swap operations and refinancing loans in foreign currency, as well as the introduction of an asymmetric interest rate corridor that does not allow to the central banks preventing excessive accumulation of excess liquidity on deposit certificates.

The peculiarities of the unconventional monetary policy implementation of the US Federal Reserve and the ECB have been explored on the basis of which the recommendations for the development of special programs of the National Bank of

Ukraine for the redemption of non-working assets of operating banking institutions are proposed in order to reduce their loss-making. In order to implement this idea, it is advisable to create a subsidiary company for managing the assets of the National Bank of Ukraine, which, by obtaining refinancing funds, should redeem idle assets from commercial banks. Another way of adapting the experience of the US Federal Reserve's policy is to create a mechanism for stimulating economic growth through the purchase of "toxic" assets of commercial banks to finance certain areas of the real economy, and to provide the preferential refinancing loans to commercial banks for financing a variety of infrastructure projects.

Based on the analytical assessment of world experience in the field of choosing and implementation of monetary regimes, the economic and mathematical analysis of the effectiveness of monetary policy instruments of the National Bank of Ukraine, four key tasks of monetary policy were substantiated in the thesis: 1) optimization of the monetary regime by modernizing its to the level of eclectic monetary regime; 2) increasing the effectiveness of monetary policy instruments through the introduction of non-conventional instruments, currency swaps and the asymmetric corridor of interest policy; 3) overcoming financial instability by ensuring price and currency stability through the improvement of the exchange rate policy and the introduction of a monetary rule aimed at establishing the optimal balance between the dynamics of the exchange rate and inflation; 4) maintenance of sustainable economic growth by implementing the previous tasks and by implementing long-term refinancing programs of commercial banks in order to stimulate lending to the real economy sector.

Key words: monetary policy, central bank, financial instability, macroeconomic stability, refinancing, interest rate policy, monetary regime.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ

Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:

1. Сегеда Л. М. Грошово-кредитна політика та економічний розвиток держави. *Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету*

ім. Володимира Гнатюка. Серія: економіка. 2002. Вип. №13. С. 58-60 (0,24 д. а.).

2. Сегеда Л. М. Вплив монетарної політики НБУ на формування депозитів фізичних осіб. *Фінанси, облік і аудит*: збірник наукових праць. 2003. Вип. 2. С. 133-138 (0,31 д. а.).

3. Сегеда Л. М. Пріоритетні цілі грошово-кредитної політики в Україні. *Вісник Тернопільської академії народного господарства*. 2003. Вип. 4. С. 44-47 (0,41 д. а.).

4. Сегеда Л. М. Дієвість грошово-кредитної політики та її інструментів як важливий чинник розвитку ринкових відносин. *Вісник Тернопільського державного економічного університету*. 2006. Вип. 3. С. 101-108 (0,56 д. а.).

5. Сегеда Л. М. Національний банк України як базовий інститут антикризового регулювання економіки. *Українська наука: минуле, сучасне, майбутнє: Щорічник.* / За заг.ред. М.В.Лазаровича. 2010. Вип. 14-15 С. 233-242 (0,63 д. а.).

6. Сегеда Л. М., Михайлюк Р. В. Національний банк в системі заходів стабілізації грошово-кредитного ринку. *Наука молода*. 2010. Вип. 13. С. 173-178. (особистий внесок автора: досліджено особливості практичного застосування центральним банком інструментів грошово-кредитної політики) (0,3 д. а.).

7. Сегеда Л. М. Монетарна політика та грошово-кредитне регулювання: сутнісна характеристика та теоретичне розмежування *Фінансова система України: Збірник наукових праць*. Серія «Економіка». 2011. Вип. 16. С. 402-409 (0,54 д. а.).

8. Сегеда Л. М. Дієвість інструментів грошово-кредитної політики в період кризових явищ в економіці України. *Банківська система України: становлення і розвиток в умовах глобалізації економічних процесів: моногр.* / за ред. д.е.н., проф. О. В. Дзюблюка. Тернопіль: Астон, 2012. С. 61-68 (0,46 д. а.).

9. Сегеда Л. М. Особливості реалізації грошово-кредитного регулювання в Україні. *European journal of economics and management* (Praha). 2016. Vol 2. Issue 5. P. 54-63 (0,71 д. а.).

10. Сегеда Л. М. Досвід грошово-кредитного регулювання Європейського центрального банку і перспективи його використання в Україні. *The scientific heritage* (Budapest, Hungary). Economic sciences. 2016. Vol 1. No3 (3). P. 16-18 (0,35 д. а.).

11. Сегеда Л. М. Напрями підвищення ефективності грошово-кредитної політики Національного банку України. *Український журнал прикладної економіки*. 2016. Т. 1.

№ 4. С. 109-119 (0,66 д. а.).

12. Сегеда Л. М. Актуальні проблеми діяльності Національного банку України як основного провідника монетарної політики. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного Університету*. Серія: Економіка і менеджмент. 2017. Вип. № 24. Ч. 2. С. 78-82 (0,70 д. а.).

13. Сегеда Л. М. Відновлення банківського кредитування реального сектору засобами грошово-кредитної політики як ключовий фактор розвитку національної економіки. *Економічний вісник Запорізької державної інженерної академії*. 2017. Вип. 3 (9). С. 135-141 (0,75 д. а.).

14. Сегеда Л. М. Аналіз практики реалізації грошово-кредитного регулювання Національного банку України. Теорія і практика грошового обігу та банківської справи в умовах глобальної фінансової нестабільності: моногр. / за ред. д.е.н., проф. Дзюблюка О. В. Тернопіль: ФОП Осадца Ю. В., 2017. С. 61-68 (0,70 д. а.).

15. Сегеда Л. М. Напрямки адаптації грошово-кредитного регулювання НБУ до режиму інфляційного таргетування на прикладі Нової Зеландії. *Економічний аналіз: зб. наук. праць*. / За ред. Ярощука О. В. ТНЕУ. 2018. Т. 28. №1. С. 268-277 (0,82 д. а.).

16. Сегеда Л. М. Трансмісійний механізм грошово-кредитної політики як основа впливу центрального банку на перебіг економічних процесів. *Вчені записки ТНУ ім. В.І. Вернадського*. Серія: Економіка і управління. 2018. Т. 29 (68). №3. С. 164-172 (1 д. а.).

17. Сегеда Л. М. Аналіз сучасних тенденцій кредитно-інвестиційної діяльності банків. Трансформація банківської системи у контексті глобалізаційних викликів: моногр. / за ред. д.е.н., проф. Дзюблюка О.В. Vienna: Premier Publishing s.r.o. Vienna., 2018. С. 196-216 (0,90 д. а.).

Опубліковані праці апробаційного характеру:

18. Сегеда Л. М. Ефективність грошово-кредитної політики в Україні. Матеріали X наукової конференції Тернопільського державного технічного університету ім. І. Пулюя (м. Тернопіль, 17-18 трав. 2006 р.). Тернопіль: ТДТУ, 2006. С. 269 (0,1 д. а.).

19. Сегеда Л. М. Таргетування інфляції: проблемні аспекти та стратегічні переваги. Дні науки – 2006: матеріали II Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Дніпропетровськ, 17-28

трав. 2006 р.) Том 1. Економічні науки. Дніпропетровськ: Наука і освіта, 2006. С. 16-19 (0,22 д. а.).

20. Сегеда Л. М. Ефективність інструментів грошово-кредитної політики в умовах реформування економіки України. Матеріали XII наукової конференції Тернопільського державного технічного університету ім. І. Пулюя (м. Тернопіль, 14-15 трав. 2008 р.). Тернопіль: ТДТУ, 2008. С.301 (0,1 д. а.).

21. Сегеда Л. М. Грошово-кредитне регулювання у контексті ринкового реформування економіки. Становлення і розвиток банківської системи України в умовах ринкових перетворень в економіці: зб. тез доп. всеукр. наук.-практ. конф. до 30-ти річчя факультету банківського бізнесу Тернопільського національного економічного університету (м. Тернопіль, 21-22 трав. 2008 р.). Тернопіль: Астон, 2008. С.87-89 (0,1 д. а.) .

22. Сегеда Л. М. Регулювання грошово-кредитного ринку України в умовах фінансово-економічної кризи. Забезпечення стійкості банківської системи як необхідна умова подолання кризових явищ в економіці: зб. тез доп. Міжнар. наук. круглого столу (м. Тернопіль, 23 бер. 2010 р.). Тернопіль: Вектор, 2010. С.119-122 (0,2 д. а.).

23. Сегеда Л. М. Грошово-кредитне регулювання як елемент монетарної політики центрального банку. Ефективна монетарна політика як необхідна умова стабільного розвитку банківської системи: зб. тез доп. Міжвуз. наук. конф. студентів та молодих вчених, присвяч. 10-річчю студентського наукового гуртка кафедри банківської справи «Банківський аналітик» (м. Тернопіль, 29 бер. 2011 р.). Тернопіль: Вектор, 2011. С.84-87 (0,19 д. а.).

24. Сегеда Л. М. Теоретико-концептуальні засади монетарної політики та регулювання грошово-кредитних відносин. Актуальні проблеми та перспективи розвитку економіки України: матеріали IV Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Луцьк, 19-20 трав.2011 р.). Луцьк: ВІЕМ, 2011. С.211-213 (0,17 д. а.).

25. Сегеда Л. М. Центральний банк як базовий регулятор грошово-кредитної сфери. Сучасні тенденції розвитку банківських систем в умовах подолання наслідків світової фінансової кризи: зб. тез доп. Всеукр. наук. інтернет-конф. (м.Тернопіль, 31 трав. 2011 р.). Тернопіль: Вектор, 2011. С. 28 – 30 (0,18 д. а.).

26. Сегеда Л. М. Динаміка розвитку монетарної сфери через макроекономічні індикатори. Актуальні проблеми теорії та практики менеджменту: зб. матеріалів наук.-практ. конф. (м.Сімферополь, 16-17 серп. 2013 р.). Сімферополь: НО "Economics", 2013. С.84-88 (0,19 д. а.).

27. Сегеда Л. М. Вдосконалення механізму рефінансування НБУ на основі практики зарубіжних країн. Україна у геоекономічному просторі: глобальні виклики, сучасні тренди розвитку та соціокультурні трансформації: матеріали II Всеукр. наук. інтернет-конф. (Тернопіль, 16 трав. 2014 р.). Тернопіль: Вектор, 2014. С.167-169 (0,21 д. а.).

28. Сегеда Л. М. Шляхи удосконалення механізму рефінансування комерційних банків в Україні. Соціально-економічні перспективи розвитку України в XXI столітті: зб. тез доп. II Міжнар. наук.-практ. Інтернет-конф. (Тернопіль, 27 трав. 2014 р.). Тернопіль: Вектор, 2014. С.111-114 (0,18 д. а.).

29. Сегеда Л. М. Регулятивний вплив Національного банку України на кредитні операції банків. Теорія і практика банківської справи у глобальному фінансовому середовищі: зб. тез доп. Всеукр. Інтернет-конф. (Тернопіль, 9 лист. 2014 р.). Тернопіль: Вектор, 2014. С.28-30 (0,12 д. а.).

30. Сегеда Л. М. Вплив НБУ на кредитування банками реального сектору економіки. Банківський та реальний сектор економіки: фінансово-економічні аспекти взаємодії та перспективи розвитку: зб. тез доп. Міжнар. наук.-практ. конф. молодих вчених, аспірантів та студентів (Тернопіль, 24 бер. 2015 р.). Тернопіль: Вектор, 2015. С.78-80 (0,14 д. а.).

31. Сегеда Л. М. Основні проблеми реалізації грошово-кредитної політики в Україні. Перспективи розвитку банківської системи у глобальному фінансовому середовищі: зб. тез доп. Всеукр. наук. Інтернет-конф. (Тернопіль, 20 лист. 2016 р.). Тернопіль: Вектор, 2016. С.54-57 (0,21 д. а.).

32. Сегеда Л. М. Напрями оптимізації монетарної політики НБУ в умовах фінансової нестабільності. Развитие науки в XXI веке: сб. статей науч.-информац. центра «Знание» по материалам XXII междунар. заочной науч.-практ. конф. 2 ч.: сб. со статьями (г. Харьков, 14 февр. 2017 г.). Харьков: Научно-информационный центр

«Знання», 2017.С.99-104 (0,50 д. а.).

33. Сегеда Л. М. Окремі аспекти здійснення валютної політики як складової грошово-кредитного регулювання економіки. Наука в современном мире: сб. публ. мульти-дисципл. научн. журнала «Архивариус» по материалам XVII междунар. науч.-практ. конф. 2 ч.: сб. со статьями (г. Киев, 20 февр. 2017 г.). Киев: Мульти-дисциплинарный научный журнал «Архивариус», 2017. С.82-87 (0,37 д. а.).

34. Сегеда Л. М., Стечишин Т. Б. Інфляційне таргетування. Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу: зб. матеріалів III Міжнар. наук.-практ. конф. (г.Київ, 10 лист. 2017 р.) [Електронний ресурс]. Київ: КНЕУ, 2017. С.454-458. (особистий внесок автора: проаналізовано доцільність переходу НБУ до режиму інфляційного таргетування) (0,08 д. а.).

35. Сегеда Л. М. Державні банки розвитку як стимулятори інвестицій та запорука стабільності вітчизняної економіки. Банківська система України: стабілізація та драйвери зростання: зб. тез доп. Всеукр. наук. Інтернет-конф. (м.Тернопіль, 30 лист. 2017р.). Тернопіль: Вектор, 2017. С.315-317 (0,17 д. а.).

36. Сегеда Л. М. Оцінка формування та шляхи оптимізації монетарного режиму в Україні. Актуальні питання економічного розвитку держави та регіонів: теоретичні і практичні аспекти: матеріали наук.-практ. конф. (м. Львів, 16 черв. 2018 р.) Львів: ГО «Львівська економічна фундація». 2018. С. 110-113 (0,25 д. а.).

Перелік умовних позначень:

ВКП – валютно-курсова політика

ГКП – грошово-кредитна політика

ЄЦБ – Європейський центральний банк

ЖКГ – житлово-комунальні господарства

ЗВР – золотовалютні резерви

ЗП – заробітна плата

ІПВ – індекс промислового виробництва

ІТ – інфляційне таргетування

НБУ – Національний банк України

НОР – норма обов'язкового резервування

ЦБ – центральний банк

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ЦЕНТРАЛЬНИЙ БАНК В СИСТЕМІ РИНКОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ГРОШОВО-КРЕДИТНИХ ВІДНОСИН	13
1.1. Значення, вплив та інституційна роль центрального банку у забезпеченні макроекономічної і фінансової стабільності держави.....	13
1.2. Зміст, теоретичні основи та структурна характеристика грошово-кредитної політики.....	35
1.3. Трансмісійний механізм грошово-кредитної політики як основа впливу центрального банку на перебіг економічних процесів.....	58
Висновки до розділу 1.....	79
РОЗДІЛ 2. ПРАКТИЧНІ ЗАСАДИ РЕАЛІЗАЦІЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНИМ БАНКОМ УКРАЇНИ.....	83
2.1. Цільова спрямованість грошово-кредитної політики та її вплив на економічний розвиток.....	83
2.2. Особливості реалізації грошово-кредитної політики в Україні та аналіз дієвості основних монетарних інструментів.....	101
2.3. Вплив грошово-кредитної політики Національного банку України на функціонування банківського сектору і макроекономічну стабільність.....	126
Висновки до розділу 2.....	142
РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В НЕСТАБІЛЬНИХ УМОВАХ ФІНАНСОВОГО РИНКУ	145
3.1. Організаційно-економічні засади реалізації грошово-кредитної політики центрального банку розвинутих країн	145
3.2. Економіко-математична оцінка дієвості грошово-кредитної політики Національного банку України	166
3.3. Перспективи модернізації грошово-кредитної політики Національного банку України в умовах фінансової дестабілізації та посткризового економічного розвитку.....	189
Висновки до розділу 3.....	209
ВИСНОВКИ	212
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	217

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Розвиток економіки України впродовж років незалежності супроводжується перманентною фінансовою нестабільністю, зумовленою структурними дисбалансами у функціонуванні держави, проявами внутрішніх і зовнішніх шоків, що стали передумовами виникнення фінансово-економічних криз, знецінення національної валюти та уповільнення темпів економічного зростання. Загострення фінансової нестабільності у 2014-2017 роках, як прояв впливу не лише військової агресії, але й суттєвих прорахунків в організації механізму державного управління, призвело до вкрай негативних наслідків для національної економіки, виражених у галопуючих темпах інфляції, трьохкратній девальвації національної валюти, масових банкрутствах у фінансовому та реальному секторах економіки, зростанні рівня безробіття й трудової мірації. Означені обставини зумовлюють необхідність пошуку новітніх механізмів, спрямованих на забезпечення фінансової стабільності та відновлення економічного зростання.

Враховуючи світову практику подолання наслідків фінансово-економічної кризи 2008-2009 років та оцінюючи вітчизняні особливості регулювання економічних процесів, одним із головних інструментів подолання фінансової нестабільності слід вважати грошово-кредитну політику центрального банку, який, використовуючи гнучкі підходи до регулювання вартості кредитних ресурсів, динаміки цін, обмінного курсу, має широкий арсенал важелів впливу на макроекономічну стабільність в цілому та фінансову стабільність зокрема. Відтак, завдання щодо подолання фінансової нестабільності та відновлення економічного зростання, які сьогодні стоять перед Україною, актуалізують необхідність подальшого розвитку наукових поглядів щодо обґрунтування сутності, ролі і функцій центральних банків та їх грошово-кредитної політики у контексті вирішення головних економічних проблем.

Дослідженням сучасних напрямів грошово-кредитної політики та нової ролі центральних банків в економіці, у тому числі й у контексті подолання фінансової нестабільності, присвячено праці багатьох вітчизняних і зарубіжних економістів.

Фундаментальні проблеми еволюції грошово-кредитної політики та центральних банків висвітлені в працях зарубіжних вчених: У. Баумоля, Б. Бернанке, Р. Врайта, І. Кікуо, Дж. М. Кейнса, Ф. С. Мішкіна, С. Р. Мойсеєва, В. Сміт, Дж. Тобіна, Г. Г. Фетісова, М. Фрідмена, Дж. Р. Хікса, Г. Дж. Шиназі та ін. Серед вітчизняних науковців, які провели ґрунтовні дослідження проблематики ефективності грошово-кредитної політики, варто виокремити: Б. П. Адамика, Н. П. Баріду, З. М. Васильченко, О. Д. Вовчак, О. В. Дзюблюка, І. Б. Івасіва, В. В. Козюка, О. М. Колодізева, В. В. Корнєєва, Л. В. Кузнецову, Б. Л. Луціва, В. І. Міщенко, А. М. Мороза, С. В. Науменкову, О. О. Примостку, С. К. Реверчука, М. І. Савлука, Н. П. Шульгу та ін.

Однак переважна більшість праць зазначених авторів зосереджена на дослідженні дієвості інструментів грошово-кредитної політики, ролі центрального банку у подоланні фінансових криз, що зумовлює необхідність розширення кола наукового аналізу, враховуючи проблематику подолання фінансової нестабільності та пошуку нових векторів стимулювання економічного зростання засобами грошово-кредитної політики.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Наукові результати дисертації є складовою держбюджетних фундаментальних досліджень, виконаних колективом кафедри банківської справи Тернопільського національного економічного університету на теми: «Розвиток банківської системи України як основа реалізації стратегії економічного зростання» (державний реєстраційний номер 0108U002110), «Грошово-кредитне регулювання у механізмі забезпечення макроекономічної стабілізації і ефективності функціонування банківської системи України» (державний реєстраційний номер 0112U000077) та науково-дослідних робіт на теми: «Грошово-кредитна система України в умовах ринкових перетворень в економіці» (державний реєстраційний номер 0101U005698), «Банківська система України: становлення і розвиток в умовах глобалізації економічних процесів» (державний реєстраційний номер 0106U011824), «Теорія і практика грошового обігу та банківської справи в умовах глобальної фінансової нестабільності» (державний реєстраційний номер 0111U010355). Роль автора у виконанні цих тем полягає у

здійсненні розробок, пов'язаних із удосконаленням інструментарію грошово-кредитної політики Національного банку України (НБУ) та оптимізації грошово-кредитних відносин у системі ринкового регулювання економіки.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є обґрунтування теоретичних засад грошово-кредитної політики, функцій та інструментарію центрального банку в контексті подолання фінансової нестабільності, всебічний аналіз практичних аспектів реалізації грошово-кредитної політики Національного банку України та визначення пріоритетних напрямів удосконалення монетарних інструментів як головних важелів подолання фінансової нестабільності в Україні.

Досягнення визначеної мети зумовило вирішення таких завдань:

- обґрунтувати інституційну роль центрального банку у подоланні фінансової нестабільності;
- дослідити економічний зміст та сутність поняття «грошово-кредитна політика»;
- розвинути новітні підходи до вибору монетарного режиму та визначити основні структурні елементи грошово-кредитної політики для підвищення дієвості інструментів її реалізації;
- поглибити розуміння роботи трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, виходячи із еволюційного розвитку монетарного регулювання;
- проаналізувати адекватність цільової спрямованості діяльності центрального банку в Україні в сучасних умовах з метою оцінки ефективності впливу обраного таргету на економічний розвиток;
- провести економіко-математичний аналіз дієвості інструментів грошово-кредитної політики НБУ в контексті їх впливу на фінансову стабільність та економічне зростання;
- виявити вплив грошово-кредитної політики на вітчизняний банківський сектор для визначення основних проблемних аспектів на шляху до подолання фінансової нестабільності;
- розглянути особливості реалізації грошово-кредитної політики центральними банками провідних країн з метою обґрунтування рекомендацій щодо

оптимізації параметрів монетарного режиму в Україні;

– вивчити практику використання нетрадиційних інструментів грошово-кредитної політики зарубіжних центральних банків і розробити рекомендації щодо удосконалення монетарного інструментарію НБУ;

– запропонувати рекомендації щодо оптимізації грошово-кредитної політики НБУ, виходячи із завдань подолання фінансової нестабільності та відновлення економічного розвитку.

Об'єктом дослідження є діяльність центрального банку як інституційної основи впливу держави на економіку засобами грошово-кредитної політики.

Предметом дослідження є сукупність теоретичних, методичних і прикладних засад реалізації грошово-кредитної політики, що здійснюється центральним банком за допомогою набору монетарних інструментів з метою подолання фінансової нестабільності.

Методи дослідження. У процесі дисертаційного дослідження були використані методи наукового пізнання: теоретичного узагальнення і порівняння – для розкриття сутнісних аспектів дефініцій «грошово-кредитна політика» та «трансмісійний механізм грошово-кредитної політики»; метод наукової абстракції – в процесі формулювання категоріально-понятійного апарату дослідження; метод групування та узагальнення економічних показників – для вивчення закономірностей діяльності центрального банку в процесі реалізації грошово-кредитної політики; структурно-факторний аналіз – при класифікації та структуризації трансмісійного механізму грошово-кредитної політики та його передавальних каналів; метод аналізу та синтезу – для оцінювання ролі центрального банку у забезпеченні макроекономічної та фінансової стабільності; статистичного аналізу – в процесі здійснення оцінювання дієвості основних монетарних інструментів; індукції та дедукції – при формуванні моделі ефективного застосування інструментів грошово-кредитної політики; методи кореляційно-регресійного аналізу – при визначенні впливу інструментів грошово-кредитної політики на макроекономічні показники; ретроспективного аналізу – для оцінювання особливостей реалізації грошово-кредитної політики центральними

банками провідних країн у період світової фінансової кризи; експертних оцінок та економіко-математичного моделювання – для розроблення пропозицій щодо визначення методів удосконалення грошово-кредитної політики НБУ на шляху до економічного розвитку; абстрактно-логічний метод – для визначення шляхів оптимізації механізму реалізації грошово-кредитної політики в Україні.

Інформаційну базу роботи складають законодавчі та нормативні акти, які регулюють діяльність банків, офіційні статистичні дані й інструктивні матеріали Національного банку України, звітні дані Державного комітету статистики України, дослідження рейтингових і аналітичних агентств, наукові праці вітчизняних та зарубіжних економістів з досліджуваної проблематики.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в теоретичному обґрунтуванні та практичному вирішенні комплексу питань, пов'язаних із механізмом реалізації грошово-кредитної політики центрального банку в умовах фінансової нестабільності. Основні положення дисертаційної роботи, що визначають її наукову новизну, полягають у такому:

удосконалено:

- визначення поняття «макроекономічна стабільність», під яким запропоновано розуміти довготривалий динамічний стан економіки країни, який відображає ефективну реалізацію функцій державних інституцій у поєднанні із досягненням цільових рівнів ключових економічних показників - інфляції, валютного курсу, рівня безробіття, сальдо платіжного балансу - та є базовою вихідною умовою для сталого виробничого зростання. На відміну від існуючих підходів, які переважно акцентують увагу на стабільності значень цих показників, запропоноване визначення дозволяє розширити сутність досліджуваного поняття, враховуючи необхідність стабільної та ефективної реалізації функцій державних інституцій в контексті одночасного досягнення їх цільових орієнтирів;

- формулювання дефініції «фінансова стабільність», під якою необхідно розуміти такий стан фінансової системи в країні, який характеризується ефективним та надійним функціонуванням усіх інститутів фінансового посередництва, що забезпечують організацію грошово-кредитних відносин, і такий рух коштів в

економіці, який сприяє досягненню сталого виробничого зростання та суспільного добробуту. На відміну від існуючих підходів, які зосереджують увагу на порушенні ринкової рівноваги, відхиленні фінансових показників чи ототожнюють фінансову стабільність з фінансовою стійкістю, запропоноване визначення поєднує стабільність і взаємоузгодженість функціонування всіх складових фінансової системи країни, що значно розширює його зміст;

- науково-теоретичні підходи до визначення сутності центрального банку як інституту державної влади, наділеного монополієм правом емісії грошей і організації грошового обігу та повноваженнями у сфері регулювання банківської системи і розвитку фінансових ринків шляхом здійснення таких його функцій як реалізація грошово-кредитної політики, забезпечення фінансової стабільності та підтримання сталого економічного зростання. На відміну від існуючих трактувань центрального банку як органу монетарного регулювання економіки у широкому розумінні без конкретизації його сутнісних ознак, сформульоване у дисертації визначення значно розширює сутність цього поняття, обґрунтовуючи статус центрального банку з позицій державної влади, необхідності регулювання фінансового ринку, а не лише банківської системи, а також акцентує увагу на його основних функціях та цільових орієнтирах;

- теоретичне обґрунтування сутності еkleктичного монетарного режиму, що відображає неоднорідну систему множинності таргетів, включаючи валютний курс, інфляцію і номінальний ВВП, а також належне застосування інструментів грошово-кредитної політики, методів комунікації та управлінських рішень центрального банку, що спрямовані на оперативне реагування на зміну ситуації на фінансових ринках та в реальному секторі економіки з метою забезпечення фінансової стабільності й стійкого економічного зростання. На відміну від існуючих підходів, що передбачають виділення одного ключового таргету, запропонований монетарний режим передбачає можливість реалізації гнучкої грошово-кредитної політики, спрямованої на досягнення стабільності кредитної системи та розвитку економіки в цілому;

набули подальшого розвитку:

- визначення дефініції «фінансова нестабільність», під якою запропоновано розуміти процес наростання дисбалансів на фінансовому ринку країни та нестійкість системи організації грошово-кредитних відносин, що характеризуються хаотичним відхиленням ключових фінансових показників – валютного курсу, інфляції, відсоткових ставок, динаміки кредитів та депозитів – від оптимальних значень у довготривалій перспективі. На відміну від існуючих підходів, що переважно визначають фінансову нестабільність як наявність кризового стану або відсутність фінансової стабільності, запропоноване визначення акцентує увагу на необхідності розгляду ключових фінансових показників саме в динаміці, що дозволить виявити закономірні тенденції, які свідчатимуть про виникнення негативних явищ;

- класифікація основних функцій центральних банків, яка передбачає еволюційну складову у їх розвитку, що розширює роль і значення центрального банку через реалізацію таких нетрадиційних функцій як забезпечення фінансової стабільності та підтримання і стимулювання економічного зростання. На відміну від існуючих підходів, що зазвичай зосереджують увагу на виокремленні лише чотирьох класичних функцій, а забезпечення фінансової стабільності та стимулювання економічного зростання відносять до завдань центрального банку, запропонована структура акцентує увагу на змінності його завдання в залежності від макроекономічних умов, а відтак визначає сутність та природу центрального банку в сучасній економіці, діяльність якого має бути спрямована на забезпечення фінансової стабільності;

- концептуальні засади теоретичного обґрунтування сутності трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, під яким слід розуміти процес цілеспрямованого впливу певного поєднання монетарних інструментів на макроекономічні і соціальні параметри шляхом передачі імпульсів зміни монетарних індикаторів через вибрані передавальні канали, а також шляхом активізації ефектів прямої і зворотної дії монетарного регулювання на поведінку економічних агентів з метою досягнення задекларованих цілей. На відміну від існуючих підходів, що зосереджують увагу на виділенні класичних каналів монетарної трансмісії, запропоноване визначення передбачає логічне поєднання

передавальних каналів з ефектами, що передають імпульси грошово-кредитної політики на діяльність економічних агентів, змушуючи їх змінювати свою поведінку у відповідності до стратегічних напрямків діяльності центрального банку;

- теоретико-методологічні аспекти моделювання дієвості трансмісійного механізму та інструментів його реалізації на основі поєднання кореляційно-регресійних моделей та факторного аналізу, що дозволило комплексно розглянути вплив монетарних інструментів на макроекономічні змінні та фактори фінансової стабільності. На відміну від існуючих моделей, що переважно передбачають моделювання впливу окремих монетарних інструментів, запропонована модель оцінює їх вплив на цінову, валютну, фінансову й макроекономічну стабільність в сукупності, що виступає підґрунтям для прогнозування впливу зміни відповідних показників як на функціонування банківських установ, так і на економічний розвиток країни.

Практичне значення одержаних результатів дослідження. Результатом вирішення комплексу поставлених у дисертації завдань є розробка сукупності пропозицій та рекомендацій практичного характеру щодо підвищення ефективності грошово-кредитної політики Національного банку України в контексті подолання фінансової нестабільності, що включають: 1) науково-методичні підходи щодо оптимізації цільових орієнтирів грошово-кредитної політики з метою підвищення ефективності впливу Національного банку України на забезпечення стабільного економічного розвитку; 2) шляхи удосконалення політики рефінансування Національного банку України з метою підвищення ліквідності банківських установ й утворення бази для активізації кредитної підтримки реального сектору; 3) рекомендації щодо підвищення дієвості основних монетарних інструментів НБУ у період фінансової нестабільності; 4) напрямки вдосконалення системи коригування ціни на кредитні ресурси банківських установ, виходячи з необхідності регулювання кон'юнктури кредитного ринку; 5) методичні аспекти запровадження в Україні еклектичного монетарного режиму.

Наукові результати та практичні рекомендації, сформульовані в дисертації, отримали схвальну оцінку і використовуються у практичній діяльності Комітету з

питань фінансової політики і банківської діяльності Верховної Ради України (довідка №04-37/9-185 від 13.06.2018 р.), Департаменту економічного розвитку і торгівлі Тернопільської ОДА (довідка №02-753 від 27.07.2018 р.), Тернопільської обласної дирекції ПАТ АБ «Укргазбанк» (довідка №504/612-2017 від 28.12.2017 р.), Львівського центрального відділення АТ «Український будівельно-інвестиційний банк» (довідка №194 від 20.09.2018 р.). Окремі положення дисертаційного дослідження використовуються у навчальному процесі Тернопільського національного економічного університету при викладанні навчальних дисциплін «Центральний банк і грошово-кредитна політика», «Валютна політика», «Банківська справа», «Банківська система», «Гроші та кредит», «Банківські кризи та антикризове управління» (довідка №126-06/1141 від 26.06.2018 р.).

Особистий внесок здобувача. Усі наукові результати, які викладені у дисертації, є самостійним науковим дослідженням автора. З наукових праць, що опубліковані у співавторстві, в роботі використані лише ті ідеї та положення, які є результатом особистих розробок здобувача.

Апробація результатів дисертації. Окремі положення та результати дослідження обговорювались на наукових семінарах кафедри банківської справи Тернопільського національного економічного університету, а також пройшли апробацію на 19-ти вітчизняних та міжнародних науково-практичних конференціях: Десятій науковій конференції ТДТУ ім. І. Пулюя (м. Тернопіль, 2006 р.); «Дні науки - 2006» (м. Дніпропетровськ, 2006 р.); Дванадцятій науковій конференції ТДТУ ім. І. Пулюя (м. Тернопіль, 2008 р.); «Становлення і розвиток банківської системи України в умовах ринкових перетворень в економіці» (м. Тернопіль, 2008 р.); «Забезпечення стійкості банківської системи як необхідна умова подолання кризових явищ в економіці» (м. Тернопіль, 2010 р.); «Ефективна монетарна політика як необхідна умова стабільного розвитку банківської системи» (м. Тернопіль, 2011 р.); «Актуальні проблеми та перспективи розвитку економіки України» (Луцьк, 2011 р.); «Сучасні тенденції розвитку банківських систем в умовах подолання наслідків світової фінансової кризи» (м. Тернопіль, 2011 р.); «Актуальні проблеми теорії та практики менеджменту» (м. Сімферополь, 2013 р.); «Україна у

геоекономічному просторі: глобальні виклики, сучасні тренди розвитку та соціокультурні трансформації» (м. Тернопіль, 2014 р.); «Соціально-економічні перспективи розвитку України в XXI столітті» (м. Тернопіль, 2014 р.); «Теорія і практика банківської справи у глобальному фінансовому середовищі» (м. Тернопіль, 2014 р.); «Банківський та реальний сектор економіки: фінансово-економічні аспекти взаємодії та перспективи розвитку» (м. Тернопіль, 2015 р.); «Перспективи розвитку банківської системи у глобальному фінансовому середовищі» (м. Тернопіль, 2016 р.); «Развитие науки в XXI веке» (м. Харків, 2017 р.); «Наука в современном мире» (м. Київ, 2017 р.); «Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу» (м. Київ, 2017 р.); «Банківська система України: стабілізація та драйвери зростання» (м. Тернопіль, 2017 р.); «Актуальні питання економічного розвитку держави та регіонів» (м. Львів, 2018 р.).

Публікації. Основні положення та найважливіші результати дисертаційного дослідження викладено у 36 наукових працях загальним обсягом 13,95 др. арк. (з яких особисто автору належать 13,57 др. арк.), з них: 3 підрозділи – у колективних монографіях, 11 публікацій – у наукових фахових виданнях (у тому числі 3 статті – у виданнях, внесених до реєстру міжнародних наукометричних баз), 2 статті – у наукових періодичних виданнях інших держав (Чеська республіка та Угорщина), 1 публікація – в іншому науковому виданні, 19 праць апробаційного характеру.

Структура та обсяг дисертації. Дисертаційна робота складається із вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел із 252 позицій на 23 сторінках, 21 додатку на 47 сторінках. Повний обсяг роботи становить 286 сторінок. Основний зміст викладено на 216 сторінках, що містять 27 таблиць та 70 рисунків.

РОЗДІЛ 1

ЦЕНТРАЛЬНИЙ БАНК В СИСТЕМІ РИНКОВОГО РЕГУЛЮВАННЯ ГРОШОВО-КРЕДИТНИХ ВІДНОСИН

1.1. Значення, вплив та інституційна роль центрального банку у забезпеченні макроекономічної і фінансової стабільності держави

Еволюція людства та економічних відносин супроводжується виникненням нових видів господарювання, які в останні декілька десятиліть уособлюють в собі елементи віртуальної економіки та фінансіалізації економічних процесів, в ході яких поглиблюється розрив у вартості реального виробництва та фінансових активів, створюючи передумови для накопичення дисбалансів. Бурхливий розвиток фінансової інфраструктури, новітніх форм грошових розрахунків та криптовалют, надмірне нагромадження похідних фінансових інструментів (деривативів), поляризація глобальної ліквідності, зростання інформаційних ризиків зумовлює необхідність перегляду класичних економічних постулатів про вільний ринок та саморегульовану ринкову економіку А. Сміта. Адже як показує світова економічна історія – повна дерегуляція ринку призводить до появи монополій в силу прояву таких рис людської природи, як прагнення до збагачення та влади. Наслідком монополізації, тінізації, а часто і криміналізації економіки є накопичення і прояв різноманітних ризиків у всіх її галузях, у тому числі і фінансовій. Тому, варто відзначити, що без втручання держави в економічні процеси у якості головного їх упорядника шляхом законодавчого закріплення суспільних норм і «правил гри» ефективне функціонування економіки є неможливим.

Тим не менше теорія вільного ринку впродовж століть виступає головним інструментом експансії розвинутих країн в країни третього світу, адже, маючи такий державний устрій, побудований на засадах права і рівних «правилах гри», а також, захищені ринки, використання різних економічних і технічних бар'єрів, які з плином часу стали догмами для виконання, розвинуті країни з метою отримання доступу до ринків країн, що розвиваються, рекомендують урядам максимально спростити рух

товарів і капіталів через свої кордони.

Об'єктом рекомендацій прихильників теорії вільного ринку і саморегульованої економіки досить часто виступає й Україна, особливо в ході співпраці з Міжнародним валютним фондом, наслідком чого є її поступове перетворення на сировинний придаток розвинутих країн, а відсутність належної участі держави в організації економічних процесів сприяє прояву такого економічного явища, як макроекономічна і фінансова нестабільність. Варто зауважити, що макроекономічна нестабільність також проявляється й у розвинутих країнах, які захопившись процесами дерегуляції втрачають контроль над апетитом до ризиків економічних агентів, що в кінцевому підсумку призводить до кризи та затяжної рецесії.

В економічній науці проблема макроекономічної нестабільності не є новою і продиктована, з одного боку, необхідністю вивчення феномену кризових явищ в економіці, а з іншого – розвитком економічних теорій, побудованих на критиці класичної економічної школи, в основу яких покладено принцип активної участі держави в організації економічних процесів.

Серед яскравих прихильників державного втручання в економіку варто відзначити відомого українського вченого Михайла Туган-Барановського, який вважав, що “вивчення законів вільної гри економічних сил ... призвело до визнання необхідності ... регулювання цієї гри суспільною владою”, та дійшов до висновку, що держава не може байдуже спостерігати за кризовими явищами: «Сучасна держава не боїться діяльно вмішуватись в господарське життя, і вона має цілковиту змогу усувати шкідливий вплив » [208, с. 140]. І, фактично, сьогодні всі країни світу використовують механізми державного втручання в розвиток економіки з поправкою на їх ринковий характер, який передбачає відсутність прямих адміністративних обмежень.

Англійський економіст Дж.М.Кейнс у своїй праці «Загальна теорія зайнятості, процента і грошей» приділив велику увагу державному регулюванню ринкової економіки, і саме його висновки у подальшому стали базою для проведення ефективної грошово-кредитної політики багатьох розвинутих капіталістичних країн. Він вбачав можливість згладження крайніх заходів у період економічного спаду шляхом готовності до стимулювання виробництва при сповільненні ритму економіки через механізми

державного регулювання норми відсотка, інвестицій та зайнятості населення або відповідного зменшення буму у період стрімкого зростання економіки [80, с. 143-144].

Представники кейнсіанської теорії в своїх теоретичних доробках глибоко порушили проблему макроекономічної рівноваги (кейнсіанський хрест), як ідеалізованого стану ринку, якого можна досягти завдяки активному державному втручанню в економіку, спрямованому на досягнення рівноваги між споживчими витратами, приватними інвестиціями та сукупним попитом. Аналізуючи побудовані Дж. Кейнсом графіки, які відображають макроекономічну рівновагу, можна відмітити, що вони передбачають постійне зростання споживчих витрат, приватних інвестицій та сукупного попиту, а встановлення самої рівноваги можливе лише в певній точці на нетривалий період в силу специфіки функціонування складного економічного механізму в поєднанні з бажанням економічних агентів (надання переваги ліквідності). В сучасній інтерпретації вчення про макроекономічну рівновагу поступово трансформувалось у вчення про макроекономічну стабільність і макроекономічну нестабільність, яке набуло своєї актуальності внаслідок частого прояву кризових явищ в економіці.

Незважаючи на наявність ґрунтовних досліджень таких економічних категорій, як макроекономічна нестабільність та макроекономічна стабільність, на наш погляд, все ще залишається ряд невирішених завдань, пов'язаних з межами стабільності чи нестабільності, чітким розумінням сутності даних категорій та структури заходів держави, спрямованих на подолання нестабільності й підтримання стабільності.

В економічній літературі немає єдиного підходу до визначення сутності макроекономічної стабільності, адже залежно від мети проведених досліджень наведені визначення відображають ті чи інші її особливості. Так, наприклад, на думку вітчизняного дослідника Р.В. Попельнюхова під макроекономічною стабільністю слід розглядати такий стан економіки, який склався під впливом комплексу взаємообумовлених та взаємопов'язаних чинників: економічних, політико-правових, демографічних, науково-технічних, природних, поведінкових, і характеризується тривалою стійкістю макроекономічної ситуації (системи) загалом та окремих макроекономічних показників [156, с. 268]. На наш погляд, дане визначення акцентує

увагу лише на певних чинниках, які, разом з тим, максимально широко охоплюють всі сфери функціонування економіки і впливають на окремі макроекономічні показники, однак, при цьому не вказано, що ж таке сама макроекономічна стабільність і яким чином згадані чинники на неї впливають.

Інша українська дослідниця П. А. Дадашова вважає, що макроекономічна стабільність – це комплексне поняття, яке може бути визначене як внутрішня здатність економічної системи зберігати свої характеристики під дією дестабілізуючих факторів, що виявляється у часі та сприяти подоланню дисбалансів, які виникають [46]. Аналізуючи підхід П. А. Дадашової щодо визначення сутності макроекономічної стабільності, можна зробити висновок про певне ототожнення даного поняття із поняттям стійкості, адже здатність системи протистояти дії дестабілізуючих факторів відображає її стійкість до внутрішніх або зовнішніх шоків. Також така стійкість відображає й рівень економічної безпеки.

Досить слушним, на наш погляд, є визначення макроекономічної стабільності І.А. Канцір, яка під макроекономічною стабільністю розуміє стан рівноваги національної економіки, що сприяє економічному зростанню, стабільності грошової одиниці та зміцненню позиції держави на міжнародній арені [77, с. 119].

Досліджуючи сутність поняття макроекономічна стабільність, на наш погляд, потрібно враховувати три ключових аспекти: 1) розуміння сутності поняття «стабільність»; 2) необхідності розв'язання дилеми «макроекономічна стабільність – економічне зростання»; 3) врахування не тільки збалансованості макроекономічних показників, а й функцій ключових макроекономічних інституцій результатом стабільної і ефективної реалізації яких є досягнення макроекономічної стабільності.

Так, відповідно до словника іншомовних слів, стабільність – це сталість, незмінність, тривале збереження певного постійного стану або рівня [199]. Тобто, стабільність передбачає тривале збереження певного постійного стану або рівня, що свідчить про не одномоментність макроекономічної стабільності, а про її динамічність.

З іншого боку, важливо розуміти, що макроекономічна стабільність повинна бути тим станом національної економіки, який відображає стабільне зростання, а не стабільний застій, адже ситуація, коли в економіці спостерігається низький рівень

інфляції, низький рівень безробіття, низькі темпи економічного зростання (0,1-1% на рік) також може вважатися макроекономічною стабільністю, однак, по суті, це є застій, який рано чи пізно переросте в кризу.

Опираючись на постулати кейнсіанської економічної теорії, вчення М.Туган-Барановського, теорії «провалів ринку», однозначно можна стверджувати, що без державного втручання в економіку, шляхом використання ринкових інструментів впливу на ключові макроекономічні показники та економічні відносини і процеси неможливим є досягнення макроекономічної рівноваги та макроекономічної стабільності, а тому при визначенні сутності поняття «макроекономічна стабільність» потрібно враховувати особливості реалізації функцій ключових державних інституцій: президента, законодавчого органу, уряду, центрального банку тощо.

Таким чином, на наш погляд, макроекономічна стабільність – це такий довготривалий динамічний стан економіки країни, який відображає ефективну реалізацію функцій державних інституцій у поєднанні із досягненням цільових рівнів ключових економічних показників (інфляція, валютний курс, рівень безробіття, сальдо платіжного балансу) та є базовою вихідною умовою для сталого виробничого зростання.

Потрібно зауважити, що макроекономічна стабільність є вершиною теоретичної та практичної конструкції сталого економічного зростання, адже відповідно до теорії систем стабільність одного показника чи складової системи забезпечує стабільність іншої. Впливаючи один на другий, стабільність показника чи елемента системи підсилюється, і в підсумку макроекономічна стабільність досягається внаслідок акумулювання досягнутої стабілізації всіх впливових чинників чи елементів, які характеризуються стійкістю, єдністю, впливовістю та цілісністю, але перебувають у системній взаємодії з іншими складовими.

З цих позицій потрібно враховувати ієрархічність побудови економічної системи, яка містить в собі банківську, кредитну та фінансову системи від стабільного функціонування яких залежить макроекономічна стабільність. Зважаючи на швидкі темпи розвитку фінансово-банківської сфери та фінансових технологій, а також важливість фінансової системи для економіки не тільки окремої країни, а й

глобальної економіки, проблематика фінансової стабільності в теоретичному та практичному плані є надзвичайно актуальною.

Однак, перш ніж перейти до розгляду сутності фінансової стабільності, розглянемо таке економічне явище, як макроекономічна нестабільність. В науковій літературі проблематика макроекономічної нестабільності на серйозному методологічному рівні почала розвиватися в період Великої Депресії в США і в тогочасних наукових працях трактувалася як порушення макроекономічної рівноваги з переходом до економічної кризи. Саме ці два поняття, економічна криза і порушення макроекономічної рівноваги, лягли в основу визначення сутності макроекономічної нестабільності, основою якої є відсутність ефективного державного регулювання економіки. Навіть в тій західній економічній літературі, яка заснована на концепції вільного ринку і саморегульованій ринковій економіці макроекономічна нестабільність подається у вигляді концепції «провалів ринку».

Концепція «провалів ринку» вказує на те, що розподіл товарів і послуг вільним ринком не є ефективним [242], раціональна поведінка людей в умовах ринкової економіки не забезпечує досягнення ефективного використання ресурсів. До такого роду збоїв можна зарахувати обмеження конкуренції та розвиток монополізму, проблему суспільних благ і неповних ринків, зовнішні ефекти економічної діяльності. На макрорівні до недоліків ринкового економічного механізму слід віднести такі внутрішні чинники як коливання економічної активності, безробіття, недовантаженість виробничих потужностей, інфляцію, дефіцит державного бюджету та зовнішньоторгівельного балансу. Варто зауважити, що у реальному житті «провали ринку», зумовлені недосконалістю ринкового механізму та неможливістю його ефективного функціонування в усіх, без винятку, сферах життя суспільства тісно пов'язані із «провалами держави», що є наслідком відмінностей суспільних цілей та інтересів політиків і бюрократичного апарату, що втілено у політичному процесі та специфіці роботи державних чиновників [138]. Наслідком «провалів» ринкового і регулятивного механізму держави і є виникнення макроекономічної нестабільності, яка без належної реакції з боку владних інституцій може перерости в затяжну кризу.

Розглядаючи поняття макроекономічної нестабільності, варто відмітити, що

поняття є досить складним для розуміння як з точки зору початку виникнення самої нестабільності, так і з точки зору її припинення. Для кращого розуміння сутності даного поняття вочевидь необхідно використовувати міждисциплінарний підхід, застосовуючи постулати теорії хаосу та концепції турбулентності.

У зв'язку із важкою прогнозованістю економічних процесів, зокрема кризових явищ, в економічній науці отримали своє застосування такі нетрадиційні методи як, методи теорії детермінованого (невипадкового і закономірного) хаосу. Теорія хаосу ґрунтується на нелінійній динаміці та описує поведінку динамічних систем, які надзвичайно чутливі до початкових умов і минулого шляху розвитку для кожної системи окремо. Цю особливість обґрунтовану Е. Лоренцом, зазвичай називають «ефектом метелика»: випадковий помах крилець метелика в Гонконгу може викликати бурю у Флориді. Відповідно до теорії хаосу Е. Лоренца [37] економіка в процесі свого розвитку проходить через чергування стадій порядку і хаосу, якому присутні хаотичні коливання ключових параметрів економічного розвитку, що викликані зміною внутрішнього і зовнішнього середовища, що в кінцевому підсумку може призвести до нової просторово-часової організації економічної системи – кризи або стабільного функціонування (макроекономічної стабільності).

Поглиблює розуміння сутності прояву теорії хаосу в економіці концепція ринкової турбулентності, яка була запроваджена в науковий обіг Ф. Котлером та Дж.А. Касліоне. Це явище вони пояснюють з позицій принципів турбулентності у природі, де турбулентність характеризується агресивною, неспокійною поведінкою [97]. Інтерпретуючи природну турбулентність на економічні реалії під економічною турбулентністю розуміють неупорядкований рух, для якого характерна швидка зміна ринкових тенденцій і сильні коливання економічних показників.

В контексті визначення сутності макроекономічної нестабільності, досить часто в економічній літературі відбувається ототожнення її з кризовими явищами, які носять циклічний характер. Так, наприклад, С. Н. Івашковській пояснює макроекономічну нестабільність закономірністю циклічних коливань у розвитку ринкової економіки, яка традиційно і послідовно проходить чотири фази: підйом, спад (кризу), депресію та пожвавлення. Глибокий і затяжний спад, що найчастіше

призводить до руйнівних наслідків (так звана депресія), автор вважає необхідністю на шляху до більш високого рівня розвитку [72, с. 83-97].

Схоже до попереднього тлумачення дає професор В. Д. Базилевич, який зауважує, що у реальному житті рівновага постійно порушується, а ринковій економіці нестабільність властива, адже явища періодичного порушення та відновлення рівноваги відбуваються у певній логічній послідовності та з певною періодичністю. Також науковець доводить, що бувають випадки, коли в силу певних кризових факторів, можуть мати місце і нециклічні коливання економіки, які виходять з ряду стандартної картини циклічного розвитку економіки [9, с. 388].

Аналізуючи дані визначення, варто зауважити, що автори наділяють макроекономічну нестабільність властивостями циклічності за аналогією до виникнення кризових явищ. Однак, на наш погляд, макроекономічна нестабільність не може вважатися циклічним явищем, оскільки вона може виникати на трьох із чотирьох стадій економічного циклу, а саме: під час депресії, підйому і пожвавлення. Також макроекономічна нестабільність може буди передвісником кризи, однак не завжди вона закінчується кризою, адже криза від грец. κρίσις – рішення; поворотний пункт – розклад, занепад, загострення (політичних, економічних, соціальних) протиріч, а також переломний момент хвороби, коли стан хворого поліпшується чи погіршується.

За своєю природою економічна криза – це різка зміна макроекономічної динаміки в негативну сторону, що супроводжується суттєвими збитками практично для всіх видів економічних агентів, банкрутством, зростанням безробіття тощо. Макроекономічна нестабільність відображає тривалу хаотичну зміну макроекономічних показників в обидвох напрямках, і з позицій усередненої динаміки таких показників можливими є два сценарії: криза (коли внаслідок хаотичної зміни макроекономічних показників формується негативна лінія тренду) і гальмування економічного розвитку (коли хаотична зміна макроекономічних показників уповільнює темпи зростання ВВП практично до нуля, але все ж таки лінія тренду має позитивний знак).

Таким чином, в нашому розумінні макроекономічна нестабільність – це такий тривалий динамічний стан, який відображає хаотичну зміну ключових економічних показників (ВВП, інфляція, валютний курс, грошова маса, сальдо торгового балансу),

що, нарівні із зниженням ефективності реалізації функцій головних державних інституцій, призводить до уповільнення економічного зростання, розгортання кризових явищ та фінансової нестабільності.

Для визначення моменту проявів макроекономічної нестабільності в економічній літературі та практиці найпоширенішим методом вважається сигнальний метод, який, на основі ретроспективного економіко-математичного аналізу, передбачає розробку сигнальних індикаторів і розрахунку їхніх критичних значень, перевищення яких сигналізуватиме про початок макроекономічної нестабільності. Кожна країна може мати свій набір сигнальних індикаторів макроекономічної нестабільності, однак базою побудови таких індикаторів є індикатори макроекономічної стабільності Європейського Союзу, які закріплені в Маастриській угоді: рівень інфляції, довгострокові ставки за кредитами, рівень співвідношення державного боргу до ВВП, стабільність національної валюти, зростання реального ВВП [146].

Повертаючись до теорії систем та враховуючи глибинний рівень проникнення фінансово-банківських послуг у життя суспільства в цілому, та ефективність фінансових важелів стимулювання економічного зростання, зокрема, фінансова стабільність є основою макроекономічної стабільності.

В силу своєї специфіки сутність фінансової нестабільності набула вагомої уваги у дослідженнях зарубіжних та вітчизняних науковців, а також відображена у спеціальних документах центральних банків різних країн світу.

Так, американський економіст Роджер Фергюсон (колишній заступник голови Ради керуючих Федеральної резервної системи США), акцентує свою увагу на розумінні сутності фінансової стабільності через визначення фінансової нестабільності, яка для центральних банків та урядів включає поняття «ринковий провал» або екстерналій, що негативно впливає на реальну економічну діяльність. Р. Фергюсон відзначає, що «фінансова нестабільність визначається трьома критеріями: 1) цінами на ключові фінансові активи, які різко відхиляються від фундаментальних значень; 2) збоями у функціонуванні ринків цінних паперів і доступом до кредиту всередині країни і, можливо, на міжнародному рівні; 3) сукупними витратами, що істотно відхиляються від економічного потенціалу країни [237].

Американський економіст Ф. Мішкін стверджує, що фінансова нестабільність виникає, коли фінансова система піддається шоківим впливам у супроводі з інформаційними потоками, що в результаті призводить до неможливості перетворення заощаджень в інвестиції [243]. Зазначене визначення, на наш погляд, є досить вузьким, адже неможливість перетворювати заощадження на інвестиції є відображенням скоріше фінансової кризи, а не хаотичних коливань ключових фінансових чи макроекономічних показників.

Схожим за своєю суттю є й визначення фінансової нестабільності І.М. Чирак, яка пояснює появу явища фінансової нестабільності через зміни у функціонуванні фінансової системи, відхилення від стану динамічної ринкової рівноваги, що знижують ефективність виконання її ключових економічних функцій (розподіл ресурсів, передавання ризиків, здійснення платежів) та послаблюють здатність протистояти руйнівному впливу внутрішніх і зовнішніх шоків на економічну активність. А фінансова криза, як невід'ємна складова ринкової економіки, виступає її формою прояву [218].

На наш погляд, за аналогією до макроекономічної нестабільності фінансова нестабільність відображає процес наростання дисбалансів на фінансовому ринку країни та нестійкість динаміки грошово-кредитних відносин, що характеризуються хаотичним відхиленням ключових фінансових показників – валютного курсу, інфляції, відсоткових ставок, динаміки кредитів та депозитів – від оптимальних значень у довготривалій перспективі.

Що ж стосується сутності фінансової стабільності, то більшість визначень наводиться центральними банками країн світу. Наприклад, представники Дойче Бундесбанку вважають, що «... термін фінансова стабільність в широкому сенсі описує стійкий стан, при якому фінансова система ефективно виконує свої ключові функції, такі як розміщення ресурсів і розподіл ризику, а також проведення платежів, і здатна здійснювати ці функції навіть у разі потрясінь, стресових ситуацій та в періоди глибоких структурних змін» [236]. Національний банк Чехії дає таке визначення дефініції фінансової стабільності: «Фінансова стабільність – це ситуація, при якій фінансова система працює без серйозних збоїв або небажаних наслідків для

поточного і майбутнього розвитку економіки в цілому, демонструючи високу ступінь стійкості до шоків» [234]. Національним банком України фінансова стабільність розглядається як стан фінансової системи, за якого вона здатна належним чином виконувати основні функції, такі як фінансове посередництво та здійснення платежів, а також протистояти кризовим явищам. Фінансова система вважається стабільною, якщо: 1) вона ефективно перерозподіляє ресурси від власників заощаджень до інвесторів; 2) фінансові ризики ретельно оцінюються та адекватно управляються; 3) фінансова система здатна абсорбувати шоки без значних негативних наслідків.

На наш погляд, найбільш ширшим підходом до визначення фінансової стабільності є підхід запропонований Гаррі Дж. Шиназі, який у своїй роботі «Визначення фінансової стабільності» виділяє п'ять ключових принципів, якими слід керуватися при розробці визначення фінансової стабільності [223].

По-перше, фінансова стабільність охоплює різні елементи фінансової системи: інфраструктуру, інститути і ринки.

По-друге, фінансова стабільність має на увазі не тільки те, що фінансова система ефективно виконує свої функції з розподілу ресурсів і ризиків, мобілізації заощаджень і накопичення багатства, але вона також передбачає безперебійну роботу платіжної системи.

По-третє, фінансова стабільність характеризується не лише відсутністю економічних криз, а й здатністю фінансової системи вчасно обмежувати і усувати різні дисбаланси, тобто до того, як вони завдадуть шкоди самій системі.

По-четверте, фінансова стабільність повинна розглядатися з позиції її впливу на реальний сектор економіки. Якщо порушення у функціонуванні фінансових ринків або інститутів не становлять небезпеки для реального сектора економіки, то вони не повинні розцінюватися як загрози для фінансової стабільності.

По-п'яте, під фінансовою стабільністю слід розуміти не якийсь певний стійкий стан або напрямок динаміки, до якого фінансова система повинна повернутися, переживши потрясіння, а певний діапазон або континуум.

Аналізуючи перелічені вище визначення фінансової стабільності, варто погодитися із Г.Шиназі, який вважає, що при розробці визначень фінансової

стабільності необхідно враховувати різні елементи фінансової системи: інфраструктуру, інститути і ринки, стабільне функціонування яких повинно уособлювати в собі фінансову стабільність.

Так, фінансова інфраструктура охоплює взаємопов'язану сукупність фінансових інституцій – банків, фінансових компаній, органів монетарної та фіскальної влади. Інститути, в розумінні західної економічної теорії, означають закони і «правила гри» в економіці, тому ефективність законів та інших правових норм виступатимуть запорукою досягнення фінансової стабільності. Ринки відображають динаміку фінансової стабільності через динаміку ключових індикаторів фінансової стабільності, якими, на наш погляд, повинні бути наступні: інфляція (товарний ринок); валютний курс (валютний ринок); процентні ставки (грошовий ринок і ринок капіталів) (рис.1.1).

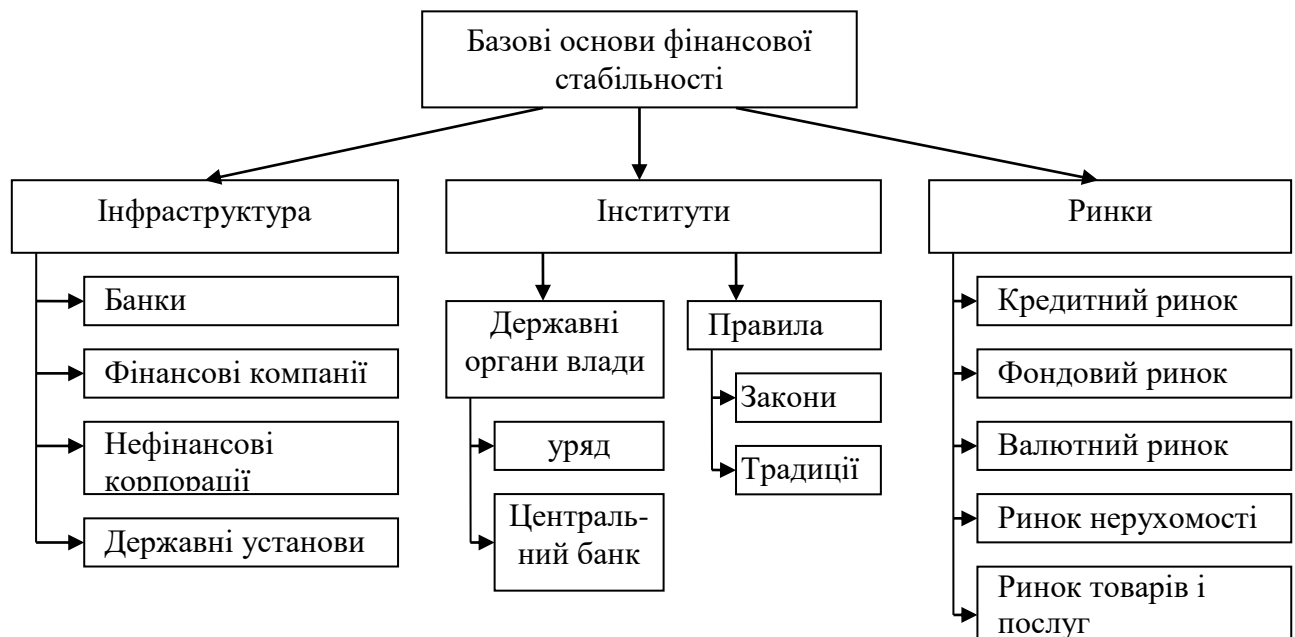


Рис. 1.1. Базові основи фінансової стабільності*

*Власна розробка автора

Таким чином, з цих позицій фінансова стабільність - це такий стан стан фінансової системи в країні, який характеризується ефективним та надійним функціонуванням усіх інститутів фінансового посередництва, що забезпечують організацію грошово-кредитних відносин, і такий рух коштів в економіці, який сприяє досягненню сталого виробничого зростання та суспільного добробуту.

Проблематика фінансової нестабільності та фінансової стабільності в

економічній літературі та в практичній площині набула свого розвитку після світової фінансово-економічної кризи 2008-2009 років, особливо питання щодо визначення критеріїв їх виміру. В науковій літературі та спеціальних документах державних органів влади або міжнародних фінансових інституцій індикатори фінансової нестабільності (оскільки фінансова нестабільність є негативним економічним явищем, яке часто призводить до кризи) часто ототожнюються з індикаторами фінансових криз або індикаторами фінансової стійкості. Однак, на наш погляд, індикатори фінансової нестабільності, на відміну від кризи, мають двосторонній характер, адже доведення їх до певних порогових значень в одному випадку означатиме фінансову нестабільність, а в іншому – фінансову стабільність.

В економічній літературі, в частині визначення індикаторів фінансової стабільності та фінансової нестабільності, використовується велика кількість різноманітних підходів, однак найпоширенішими серед них є сигнальний підхід [231] та підхід побудови логіт-моделей [211]. Суть сигнального підходу полягає у порівнянні макроекономічних і фінансових змінних в періоди перед виникненням фінансової нестабільності і в період фінансової стабільності. Аналіз поведінки обраних індикаторів може здійснюватися як на якісному рівні (наприклад, візуальне порівняння графіків), так і на більш строгому – статистичному рівні. При якісному аналізі поведінки рядів динаміки виділяються тільки загальні закономірності, що передбачають настання фінансової нестабільності, а при економетричному аналізі для кожного індикатора виділяють критичні області. Тоді попадання індикатора в критичний інтервал й буде означати початок фінансової нестабільності.

Підхід з використанням логіт-моделей множинного вибору полягає в оцінюванні регресії, де в якості залежної змінної виступає ряд індикаторів фінансової нестабільності (така змінна приймає значення 1 в період перед настанням фінансової нестабільності, 2 в період фінансової нестабільності, 0 у всіх інших випадках), а в якості пояснюючих змінних виступають всі передбачувані індикатори фінансової нестабільності. Перевага даного підходу перед «сигнальним» полягає в тому, що, по-перше, він враховує поведінку всіх індикаторів одночасно, тобто виключає ситуації, при яких частина індикаторів вказує на фінансову нестабільність, а частина на

фінансову стабільність, а, по-друге, дозволяє оцінити ймовірність виникнення фінансової нестабільності в майбутньому.

Ефективність підтримки фінансової стабільності в країні залежить від комплексного підходу до вибору індикаторів фінансової стабільності, що на наш погляд, повинен враховувати інфраструктуру, інститути та ринки, стабільність яких й виступає основою фінансової стабільності (Додаток А).

Виходячи із структури запропонованих нами індикаторів фінансової стабільності та аналізуючи практичний досвід зарубіжних країн у сфері досягнення макроекономічної та фінансової стабільності, можна зробити висновок про те, що основна роль належить центральному банку, з одного боку, як інституту, який через грошово-кредитну політику має вплив на розвиток всіх ринків, а з іншого – як регулятора розвитку банків і банківської системи, яка забезпечує всіх економічних агентів фінансовими ресурсами.

Проблематика досліджень участі центрального банку в сфері забезпечення фінансової стабільності не є новою в економічній літературі, адже вже більш ніж століття точаться дискусії щодо доцільності чи недоцільності розвитку централізованих банківських систем, визначення ролі центрального банку в забезпеченні стабільності банківської системи та стимулюванні економічного розвитку. Однак, враховуючи систематичні прояви банківських криз та фінансової нестабільності, питання залишається актуальним і сьогодні.

Еволюція економічних відносин та розвиток фінансових інновацій, виникнення нових форм протекціонізму, зумовлює необхідність перегляду ролі центральних банків у сфері забезпечення фінансової стабільності та стимулювання економічного зростання.

Так, в класичній економічній літературі (наприклад, в книзі В. Сміт «Походження центральних банків» [200]) роль центрального банку визначається причинами його виникнення, а саме: необхідністю фінансування уряду, виконання функції «кредитора останньої інстанції», необхідністю реалізації монопольного права держави щодо емісії грошової одиниці. Виходячи з цих причин, в основному центральні банки виникли неприродним шляхом, а були створені державою для розширення можливостей реалізації функцій держави, і навіть ті центральні банки

(Банк Англії, Ріксбанк), які були створені еволюційним шляхом отримали від держави особливі повноваження – емісія грошей і контроль за грошовим обігом.

Пізніше, коли загострилися проблеми циклічного розвитку економіки, зокрема питання щодо розробки і реалізації ефективної державної антикризової політики та політики стимулювання економічного зростання, вагому увагу ролі центральних банків було приділено в кейнсіанській та монетаристській економічній теорії. Хоча в кейнсіанській економічній теорії більше уваги було приділено фіскальній політиці, однак на центральний банк покладалися функції регулювання грошової пропозиції з метою зміни процентних ставок та збільшення інвестицій, що мало б призвести до зростання номінального ВВП. Монетаристська економічна теорія приділяла більше уваги грошово-кредитній політиці та її інструментам в контексті вирішення питань стабільності грошового ринку шляхом регулювання темпів приросту грошової маси та валового внутрішнього продукту. На основі цих теорій в економічній літературі було сформульовано сутність поняття «центральный банк».

Так, наприклад, авторський колектив українських вчених на чолі з А. М. Морозом та М.Ф. Пуховкіною розглядають центральний банк як «банк банків», який діє на підставі закону, що закріплює повноваження центрального банку як державного емісійного центру [136, с. 6]. У підручнику Б.С. Івасіва центральний банк виступає державним органом, що наділений монопольним правом емісії та правом керувати грошово-кредитною системою країни [41, с. 415]. В.І. Міщенко та В.Л. Кротюк розглядають центральний банк як специфічну установу, що поєднує у собі окремі риси комерційної банківської установи і державного відомства, яка наділена деякими владними повноваженнями у сфері грошово-кредитної системи [124, с. 18]. Б.П. Адамик вбачає особливу роль центрального банку як головної ланки грошово-кредитної системи, яка постачає суспільство грошовими коштами [2, с. 9].

У підручнику за редакцією М.І. Савлука на центральний банк покладається відповідальність за вирішення макроекономічних завдань у грошово-кредитній сфері, перш за все – підтримання сталості національних грошей та забезпечення сталості функціонування всієї банківської системи [32, с. 96]. У монографії В.В. Козюка центральний банк покликаний здійснювати вплив на ринкові процеси, а ефективність

цього впливу безпосередньо залежить від того, наскільки чітко налагоджено зв'язок між реальним сектором та рішеннями центрального банку, спроможного контролювати тільки грошові величини [85, с. 3]. На думку І.О. Лютого, центральний банк регулює діяльність банків і кредитної системи в цілому та є провідником економічної політики держави у кредитній системі [106, с. 143]. У навчальному посібнику за редакцією О.С. Любуна центральний банк створює сприятливі умови для функціонування фінансової системи країни через забезпечення макроекономічного аспекту стабільності цін, грошей і надійності банківського сектору [105, с. 8].

Щоправда, проаналізувавши підходи вітчизняних науковців до визначення сутності дефініції центрального банку, ми можемо відзначити про неповноту визначення суті його діяльності, оскільки усі вони, як правило зводяться або до функції «банку банків», або узагальнюється його роль на макроекономічному рівні, що в свою чергу не дає можливості розкрити вплив центрального банку на широкий спектр економічних процесів як у середині країни, так і за її межами. Тому варто звернути увагу і на праці зарубіжних науковців, з метою пошуку більш ширших визначень, які розкриють усі сфери діяльності центрального банку.

Хоча й тут картина зводиться до узагальнення. Так, наприклад, учений і практик Г.Г Фетісов розглядає центральний банк як суспільний грошово-кредитний інститут, який регулює грошовий оборот в громадських інтересах [212, с. 19]. На думку Ф.С. Мишкіна, центральний банк – це державна установа, що наглядає за банківською системою і є відповідальною за проведення монетарної політики [121, с. 904]. На сайті Європейського центрального банку центральний банк визначено державною установою, що управляє валютою країни або групи країн і контролює обсяг грошової маси, що перебуває в обіг. Тут зазначається, що у деяких країнах центральні банки також зобов'язані за законом діяти на підтримку повної зайнятості [145]. Кембриджський словник подає визначення центрального банку, як банку, який надає послуги національному уряду, реалізує офіційні фінансові плани цього уряду, а також контролює кількість грошей в економіці [82]. У бізнес словнику дефініція центрального банку виражається через його функції, а центральний банк – це автономна або напіваавтономна організація, на яку покладено урядом функції,

адмініструвати певні ключові фінансові функції, такі як управління і збереження вартості валюти країни, регулювання кількості грошової маси, нагляд за операціями комерційних банків, і виконання ролі банкіра уряду і місцевого кредитора останньої інстанції [16]. Схоже узагальнююче та громіздке визначення подає у своєму підручнику «Фінанси, банки й гроші» Р. Врайт, де центральний банк є банком державного контролю, який контролює обсяг грошової маси, забезпечує стабільність цін, досягнення певного обсягу виробництва і зайнятості, регулює діяльність комерційних банків, а також є стабілізатором макроекономіки, виступаючи в якості кредитора останньої інстанції під час фінансових криз, забезпечує рух платіжної системи (через перевірку клірингу та міжміських платежів) [245].

Підсумовуючи, можна відзначити, що у вітчизняних і зарубіжних дослідженнях немає чіткого визначення сутності центрального банку, яке б у повному обсязі розкривало роль і значення цієї установи як на державному рівні, так і на рівні світового масштабу. І щоб сформулювати таке визначення варто дослідити суть його діяльності, приділивши належну увагу дослідженню функцій.

Аналізуючи економічну літературу, варто зауважити, що хоча й немає єдиного підходу до визначення сталого набору функцій центрального банку, однак переважна більшість вчених [16; 82; 121; 145; 212; 245] сходяться на думці, що центральний банк виконує чотири класичних функції:

1) емісія національної валюти та організація грошового обігу – як вже зазначалося вище, центральному банку державою було надано монопольне право емісії грошей і організації грошового обігу. Реалізуючи дану функцію, центральний банк забезпечує грошову стабільність в державі та зводить до мінімуму зловживання у сфері фальшування національної валюти. Сьогодні ризиками для ефективної реалізації функції емісії грошей може стати розвиток криптовалют, однак він перебуває на початковому етапі;

2) банк банків – реалізація даної функції спрямована на підтримку ліквідності банківської системи в умовах кризи, адже центральний банк виступає останньою інстанцією, до якої можуть звернутися комерційні банки з метою поповнення ліквідних коштів для виконання зобов'язань перед своїми клієнтами. Окрім

кредитора останньої інстанції, центральний банк, виконуючи функцію банк банків як банківська установа, забезпечує розрахунки між комерційними банками та обслуговує кореспондентські рахунки банків;

3) банк уряду – дана функція передбачає обслуговування рахунків уряду та касове виконання державного бюджету;

4) реалізація грошово-кредитної політики – ця функція є однією із найважливіших функцій центрального банку, адже її реалізація дозволяє регулювати економічні процеси, які проходять в країні шляхом регулювання вартості кредитів, валютного курсу та інфляції.

Тим не менше, реалізація перелічених функцій центральними банками провідних країн світу не убезпечили їхні економіки від фінансово-економічних криз 1998 та 2008-2009 років.

Дерегуляційні процеси, які відбувалися в розвинутих країнах напередодні фінансово-економічних криз призвели до бурхливого і неконтрольованого розвитку фінансових інновацій, наслідком чого стала поява «мільних бульбашок» на фінансових ринках. Однією із головних причин появи таких «бульбашок» було зниження рівня або повна відсутність контролю центрального банку за операціями комерційних банків з фінансовими компаніями на ринку деривативів, що в кінцевому підсумку призвело до нагромодження колосальних обсягів токсичних активів.

Крах фінансових ринків і фінансових компаній (не тільки банків), що мав значний негативний вплив на реальний сектор економіки та сектор домашніх господарств, зумовив необхідність кардинального перегляду функцій центральних банків та інструментів грошово-кредитної політики. Така увага на центральних банках була зацентована тому, що впродовж останніх 15-20 років суттєво зріс розрив між фінансовим та реальним сектором економіки завдяки безконтрольному зростанню обсягів фінансових активів, непідкріплених реальним економічним піднесенням, і саме банківські системи першими абсорбували накопичені ризики, що в підсумку призвело до загострення проблем в реальному секторі. Як наслідок, перед центральними банками постало два питання: 1) забезпечення фінансової стабільності; 2) стимулювання економічного зростання.

Забезпечення фінансової стабільності в період фінансово-економічної кризи було основною ціллю центральних банків, однак в силу поступової зміни ролі центрального банку та інструментарію грошово-кредитної політики забезпечення фінансової стабільності стало функцією центрального банку, адже одним із пояснень сутності терміну функція є «призначення, роль чого-небудь» [28, с. 23]

Подолавши фінансово-економічну кризу, Федеральна резервна система США, Банк Англії, Європейський центральний банк, як провідні центральні банки світу, по суті стали мегарегуляторами фінансових ринків. Тобто класична функція «банк банків» отримала своє доповнення у вигляді функції «банк депозитних і фінансових корпорацій», адже саме в ході фінансово-економічної кризи 2008-2009 років центральні банки, з одного боку, розпочали детальне вивчення і прогнозування системних ризиків, а з іншого – вперше в історії, здійснили прямий викуп боргів у фінансових компаній та нефінансових корпорацій. І в цьому проявляється ключова роль центрального банку у забезпеченні фінансової стабільності, адже не уряд списав борги, а центральний банк їх викупив і таким чином «очистив» баланси банків, фінансових компаній та нефінансових корпорацій, знизивши збитковість як одну із ключових ознак фінансової нестабільності. Тому, на наш погляд, забезпечення фінансової стабільності може вважатися новою функцією центрального банку, суть якої полягає в аналізі центральним банком системних ризиків усієї економіки, підтримці ліквідності банків і небанківських фінансово-кредитних установ, стабілізації цін на активи на всіх сегментах фінансового ринку, а також цінової стабільності на товарних ринках, використовуючи традиційні та неконвенційні інструменти грошово-кредитної політики.

Реалізації функції центрального банку із забезпечення фінансової стабільності, як не парадоксально звучить, недостатньо для підтримання такої стабільності, адже як зазначалося вище фінансова стабільність – це не стабільний застій, а стабільний розвиток. Відтак підтримка економічного зростання також належить до нових функцій центрального банку.

Звичайно виділення такої функції є дискусійним питанням, адже більшість сучасних теоретиків з банківської діяльності і діяльності центрального банку до

основних завдань центрального банку відносять лише цінову і фінансову стабільність. Однак, на наш погляд, цінова стабільність хоча і є запорукою фінансової стабільності, проте здебільшого не сприяє економічному зростанню та звужує тривалість економічного циклу. Як показує практичний досвід центральних банків розвинутих країн світу, який не завжди є дотичним до усталеної монетаристської теорії, в силу міжнародних обмежень фіскального стимулювання розвитку економіки (обмеження на митні бар'єри, субсидії) зміни в грошово-кредитній політиці спрямовані на створення умов для швидкого економічного зростання шляхом реалізації неконвенційних інструментів: прямого викупу токсичних активів, надання необмежених обсягів кредитів рефінансування (кількісне пом'якшення) та використання довгострокового рефінансування в межах державних програм стимулювання розвитку економіки. Реальне використання зазначених інструментів розширює роль центрального банку шляхом його участі у стимулюванні чи підтримці сталого економічного зростання. Саме за таких умов появилися теоретичні дискусії та практичні кроки центральних банків щодо таргетування номінального ВВП, тобто підтримання на цільовому рівні темпів його росту.

Таким чином, підсумовуючи вищесказане, можна зробити висновок, що центральні банки виконують шість специфічних функцій (рис.1.2).

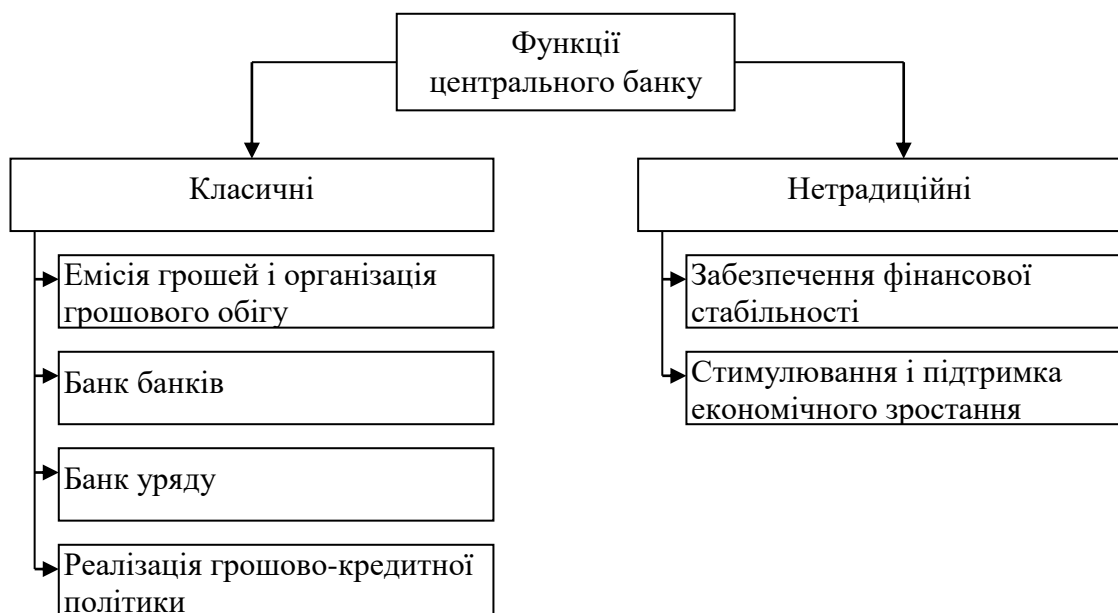


Рис. 1.2. Ключові функції центрального банку*

* Власна розробка автора

Враховуючи еволюцію функцій і ролі центрального банку, сьогодні

центральний банк – це інститут державної влади, наділений монопольним правом емісії грошей і організації грошового обігу та повноваженнями у сфері регулювання банківської системи і розвитку фінансових ринків шляхом реалізації таких його функцій як: реалізація грошово-кредитної політики, забезпечення фінансової стабільності та підтримання сталого економічного зростання.

Ефективна реалізація функцій центрального банку, зокрема функції із забезпечення фінансової стабільності, зумовлює необхідність розширення інституційної ролі центрального банку особливо в тих країнах, фінансова система яких є банкоцентричною (в т. ч. в Україні). Адже, як зазначалося вище, основою фінансової стабільності є стабільне функціонування кредитного, фондового, валютного ринку, а також ринків нерухомості та товарів і послуг, що вимагає консолідації нагляду за всіма фінансовими посередниками в одному наглядовому органі. Проблематика консолідації нагляду за фінансовими посередниками на базі єдиного наглядового органу набула високої актуальності в період фінансово-економічної кризи 2008-2009 років виходячи з необхідності вирішення наступних завдань: мінімізація системного ризику; захист споживачів фінансових послуг і інвесторів шляхом встановлення єдиних і чітких правил ведення бізнесу; уникнення конфлікту цілей і появи дублюючих наглядових вимог і/або дій різнопланових наглядових органів; регулювання фінансових конгломератів і фінансових інновацій; ліквідація міжвідомчих бар'єрів з метою підвищення інвестиційної привабливості фінансового сектору тощо.

Дослідження історії консолідованого нагляду за фінансовими посередниками дає змогу зробити висновок про переважання інтеграційного підходу до його формування, який передбачає консолідацію функцій, завдань і цілей галузевих регуляторів в єдиному наглядовому органі, яким, як правило, є центральний банк [150]. Таким чином, в силу розширення функцій і повноважень центрального банку в частині консолідованого нагляду за фінансовими посередниками він отримав статус мегарегулятора фінансового ринку.

Отримання центральними банками статусів мегарегуляторів фінансових ринків на практиці зумовило зміни в теоретичних концепціях дослідження сутності центрального банку і його призначення в економіці. Варто зауважити, що

мегарегулятор фінансових ринків на основі центрального банку, на наш погляд, має переваги над іншими типами мегарегуляторів (наприклад, окремо створений орган) не тільки в банкоцентричних країнах, а й в країнах з високо розвинутими фондовими ринками, виходячи з кількох позицій:

1) обов'язки і відповідальність однозначно закріплюється за одним органом нагляду (центральним банком), який відповідає за досягнення поставлених цілей і завдань. Зростає відповідальність центрального банку, перш за все, як органу державної влади за ефективність і результати нагляду за всіма фінансовими посередниками, що дозволить мінімізувати немонетарні причини проявів фінансової нестабільності;

2) підвищується ефективність аналізу і прогнозування шоків, які впливають на фінансову систему в цілому, а також у зв'язку із генеруванням в центральному банку звітності всіх фінансових посередників (в тому числі і фінансових конгломератів) підвищується ймовірність своєчасного виявлення системних ризиків і їх мінімізації;

3) законодавчо закріплені норми політичної незалежності центрального банку дозволяє йому приймати рішення, керуючись не миттєвими політичними вигодами, а професійними інтересами, на основі більш глобального і перспективного аналізу як існуючої економічної ситуації, так і тих тенденцій розвитку фінансових ринків, що зароджуються. Незалежність центрального банку знижує ризик запізнення з реагуванням на виникаючі ризики через обмеженість політичного тиску;

4) дає можливість забезпечити однакове трактування індикаторів фінансової нестабільності, сформувавши єдиний перелік системних ризиків, а також застосовувати єдину методичку розрахунку ключових макроекономічних показників, зокрема інфляції, темпів росту ВВП та рівня безробіття;

5) дозволяє сформулювати єдину стратегію розвитку фінансового сектору з детальним розподілом функцій і повноважень між центральним банком і урядовими міністерствами, оминаючи необхідність залучення наглядових органів за тими чи іншими ринками, що знижує рівень бюрократизму і невизначеності в прийнятті управлінських рішень як в частині розвитку, так і в частині реалізації антикризової політики.

Маючи розширений арсенал інструментів грошово-кредитної політики, а також широкі можливості проведення ґрунтовного аналізу діяльності всіх фінансових посередників, центральний банк (Додаток Б) може оперативнo реагувати на прояви фінансової нестабільності шляхом як зміни ключових процентних ставок, прямого впливу на баланси корпорацій фінансового та реального сектору економіки, а також змінювати регулятивні вимоги щодо ведення фінансових операцій, формування капіталу та активів тощо. Аналізуючи звітність всіх фінансових посередників, центральний банк отримує можливість вживати заходи щодо захисту інвесторів і вкладників банківських та фінансових корпорацій, що, безумовно, підвищуватиме рівень довіри з боку економічних агентів до фінансової системи в цілому. Можливість встановлення єдиних правил ведення банківського, страхового та інвестиційного бізнесу центральним банком, а також єдиних цілей розвитку фінансової системи в цілому дозволяє розширити горизонти бізнес-планування та підвищити інвестиційну привабливість фінансових посередників, що є одним із векторів забезпечення фінансової стабільності.

1.2. Зміст, теоретичні основи та структурна характеристика грошово-кредитної політики

На сучасному етапі інтернаціоналізації економіки центральний банк країни, як правило, виступає головним суб'єктом, який, діючи від імені держави, має найбільш вагомий вплив на усі сфери господарювання. Цей вплив здійснюється саме за допомогою важелів грошово-кредитної політики. Тому й виникає необхідність у неупередженому аналізі теоретичних засад та структури цієї галузі та визначення найвпливовіших чинників для її регулювання.

У сучасній науковій економічній літературі та господарській практиці терміни «грошово-кредитна політика» та «грошово-кредитне регулювання» набули широкого використання та увійшли в асортимент базових фахових понять і категорій грошово-кредитної системи. Однак, незважаючи на свою загальнозживаність та поширеність у періодичних, монографічних та навчальних джерелах, недостатньо уваги

приділяється концептуальному розмежуванню сутності цих категорій, чіткості розуміння меж їх змісту. Додаткової актуальності зазначене явище набуває в умовах прискорення глобалізації економічної науки, за якої окремі теоретичні розбіжності у розумінні господарських механізмів та процесів можуть призвести до хибного трактування їх сутнісних характеристик.

Порівнюючи поняття грошово-кредитної політики і грошово-кредитного регулювання, варто відзначити, що немає єдиної чіткої позиції щодо подібності чи розмежованості цих понять, немає й висновку про їхнє взаємне співвідношення та взаємозалежність. Досить часто ці два поняття взагалі ототожнюються. Тому, перш ніж надати перевагу одному з варіантів тлумачення зазначених дефініцій, варто з'ясувати сутність визначення самих понять «політика» і «регулювання».

Політика (від грецького «Πολιτική» – державні і суспільні справи – державна діяльність, мистецтво управління державою і суспільством, виконання певного набору цілей державою як організацією) – це цілеспрямована діяльність у галузі взаємовідносин між різними суспільними групами, державами й народами, пов'язана із боротьбою за здобуття або утримання державної влади, що виступає як знаряддя регулювання і формування цих стосунків. У вужчому розумінні політика – визначена частина, програма або напрямок такої діяльності, сукупність засобів (інструментів) та методів (технік) для реалізації певних інтересів задля досягнення визначених (суб'єктом політичного процесу) цілей в певному соціальному середовищі. Політикою також називають процес прийняття рішень, а також поведінку в суспільно-державних установах. Один з відомих теоретиків Г. Лассвел таким чином пояснює зміст поняття політики: «хто чого досягає, коли і як».

Термін «регулювання» походить від латинського слова «regulo» – «правило» та означає упорядкування, приведення чогось у відповідність з чимось. Відповідно звідси регулювання економіки – це *сукупності* різноманітних форм та засобів державного впливу на економіку (зокрема на поведінку учасників економічних відносин, що здійснюються в інтересах всього суспільства) з метою впорядкування економічних відносин за допомогою норм та інших економічних засобів, при порушенні вимог яких, встановлених законодавством, може бути застосована відповідальність.

В економічній літературі доволі часто зустрічаються твердження, у яких поняття «грошово-кредитна політика» та «грошово-кредитне регулювання економіки» прирівнюються або вважаються синонімами, де і під одним і другим поняттям розуміють систему державного регулювання грошово-кредитних відносин у суспільстві [51, с. 138]. Саме тому доцільно більш глибоко проаналізувати сутність кожного з них, адже стосовно самого поняття «грошово-кредитна політика» спостерігається виражена багатоваріантність підходів.

Окрім цього, варто зауважити, що в науковій літературі існують лінгвістичні та сутнісні розбіжності у трактуванні самих понять, адже представники європейської та американської економічної думки вживають термін «монетарна політика», а вітчизняні вчені та вчені країн колишнього соціалістичного табору – «грошово-кредитна політика». В інтерпретації американських та європейських вчених монетарна політика – це сукупність всіх заходів центрального банку, спрямованих на регулювання грошового ринку в цілому без розподілу на кредитний чи валютний сегмент, адже, володіючи резервними валютами світу, центральним банкам США, ЄС, Англії, Японії не обов'язково робити акцент на валютній складовій монетарної політики, як це відбувається приміром в Україні. З цих позицій термін «монетарна політика» є ширшим за термін «грошово-кредитна політика», адже в інтерпретації вітчизняних вчених грошово-кредитна політика – це сукупність заходів центрального банку, спрямованих на регулювання ситуації на грошово-кредитному ринку, а валютна чи валютно-курсова політика спрямована на регулювання валютного ринку. Однак, на практиці грошово-кредитна і валютна політика центрального банку мають надзвичайно тісний зв'язок, оскільки заходи щодо зміни, наприклад, процентних ставок чи грошової маси прямо впливають на динаміку валютного курсу і навпаки. В цьому контексті потрібно звернути увагу й на монетарні режими, які стосуються монетарної політики в цілому, а не кожного її напрямку чи інструменту зокрема. Тому в дисертації терміни монетарна політика і грошово-кредитна політика вважатимуться синонімами, а перевага надаватиметься використанню терміну грошово-кредитна політика, враховуючи особливості національної наукової думки.

Грошово-кредитна політика є складовою частиною загальнодержавної стратегії,

орієнтири якої ґрунтуються на основних фактичних і прогнозних критеріях, а також макроекономічних показниках економічного та соціального стану країни.

Згідно Закону України «Про Національний банк України» [160] грошово-кредитна політика – це комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, спрямованих на забезпечення стабільності грошової одиниці України через використання визначених цим законом засобів і методів.

В економічній літературі є кілька типових тлумачень грошово-кредитної політики. Окремі автори розглядають грошово-кредитну політику як частину економічної політики і відносять до неї будь-які заходи держави, котрі стосуються грошової сфери, включаючи й ті, що здійснюються без участі центрального банку [219]. Зокрема, це заходи, спрямовані на зміну рівня оподаткування, структури бюджетних видатків тощо. Проте такий підхід є надто широким і не дає можливості виявити специфіку грошово-кредитної політики та виокремити властиві їй механізми з максимальною точністю.

Трапляються і надто вузькі тлумачення грошово-кредитної політики, наприклад, як сукупності заходів держави щодо забезпечення оптимального валютного курсу. За такого підходу суть грошово-кредитної політики зводиться до одного з можливих варіантів розвитку регулятивного процесу, коли за тактичну ціль політики вибирається стабілізація валютного курсу. Всі інші можливі варіанти його реалізації залишаються поза увагою, що істотно збіднює механізм та результативність грошово-кредитної політики.

Очевидно, що в останні роки зросло значення обмінного курсу національної грошової одиниці як проміжного цільового орієнтиру грошово-кредитної політики. Це викликано розширенням міжнародних зв'язків, зростанням взаємозалежності економік різних країн. Крім того, у країнах, ринкова економіка яких лише розвивається, іноземна валюта часто виконує у внутрішньому обороті функцію засобу нагромадження, а інколи – й засобу платежу. За цих умов держава в особі центрального банку, здійснюючи вплив на обмінний курс грошової одиниці, отримує змогу впливати не тільки на зовнішньоекономічну сферу діяльності, але й на внутрішньоекономічні показники. Проте, грошово-кредитна політика не може орієнтуватися виключно на обмінний курс, його статус не може виходити за межі

одного із цільових орієнтирів.

Досить часто науковці, трактуючи зміст грошово-кредитної політики, підкреслюють важливість діяльності урядових структур щодо регулювання кількості грошей в обігу, а то й взагалі витлумачують грошово-кредитну політику як всього лиш дії уряду щодо регулювання кількості грошей в обігу. Так, акцентуючи увагу на ролі грошово-кредитної політики, Дж. М. Кейнс відзначав: «Не може бути більш вірного засобу, щоб похитнути основу суспільства, ніж розладнання грошового обігу» [80].

Група авторів на чолі з В.Д. Базилевичем розглядають грошово-кредитну політику як «сукупність форм та засобів державного впливу на пропозицію грошей з метою забезпечення рівноваги між пропозицією грошей і попитом на них» [9, с. 639]. М. Бурда та Ч. Віплош під монетарною політикою розуміють один із альтернативних видів політики уряду, що спрямовується на вплив на процентні ставки і валютні курси і загальніше – на умови фінансових ринків і їхні зв'язки з реальною економікою [23, с. 27].

А.М. Мороз, М.І. Савлук та М.Ф. Пуховкіна під грошово-кредитною політикою розуміють комплекс взаємозв'язаних, скоординованих на досягнення певних заздалегідь визначених суспільних цілей, заходів щодо регулювання грошового ринку та обороту, які проводить держава через свій центральний банк і розглядають її як невід'ємну складову частину державної економічної політики, які своїми цілями і пріоритетами повинні тісно переплітатись [134]. Науковці підкреслюють комплексність, різноваріантність регулятивних заходів монетарної політики центрального банку, що реалізуються через механізм її внутрішньої єдиної інституційної основи – грошового ринку та банківської системи і спрямовуються на досягнення певних, чітких, заздалегідь визначених суспільних цілей. У такому трактуванні монетарна політика являє собою організаційно оформлений регулятивний механізм зі своїми специфічними цілями, інструментами та роллю в економічному регулюванні.

Важливо зазначити, що в економічній літературі також існують як широкі, так і вузькі трактування поняття грошово-кредитного регулювання. Надто широкі не дозволяють дослідити специфіку використання грошово-кредитних інструментів у

національній економіці. Разом з тим і надто вузькі визначення зазначеного поняття враховують лише одну складову із загальної системи грошово-кредитного регулювання.

Так, Н.І. Гребеник грошово-кредитне регулюванням ототожнює з регулюванням грошового обігу і розглядає як сукупність заходів, здійснюваних з метою підтримання сталості грошового обігу, стабільності національної грошової одиниці, стримування інфляції, гнучкого забезпечення грошима потреб сфери обігу [66, с. 452]. Під грошово-кредитним регулюванням ряд авторів мають на увазі сукупність заходів у галузі грошового обігу та кредиту, що спрямовані на підтримку економічного зростання, забезпечення зайнятості, стримування негативних процесів в економіці та вирівнювання платіжного балансу [121; 135]. Таке ж визначення дає В.С. Стельмах, але вже стосовно грошово-кредитної політики [201, с. 44].

Існують підстави стверджувати, що наведені визначення грошово-кредитного регулювання не є досконалими. На нашу думку, досліджуючи проблему грошово-кредитного регулювання, слід виходити насамперед з постулатів системного аналізу, відповідно до яких грошово-кредитне регулювання слід розглядати як систему заходів у галузі грошового обігу та кредиту, спрямованих власне на регулювання таких об'єктів: процентної ставки; норм обов'язкового резервування; операцій з цінними паперами на відкритому ринку; імпорту та експорту капіталу; рефінансування банків; золотовалютних резервів. Зазначені заходи мають застосовуватися з метою забезпечення сталого економічного розвитку, зниження рівня безробіття (або забезпечення ефективної зайнятості), врівноваження платіжного балансу та уповільнення інфляційних процесів.

Подібне визначення дає Т.Д. Косова: «Грошово-кредитне регулювання – це один з елементів економічної політики держави, являє собою сукупність заходів, спрямованих на зміну грошової маси в обігу, обсягу кредитів, рівня процентних ставок і інших показників грошового обігу і ринку позичкових капіталів» [217, с. 243].

Тому, враховуючи сутність терміну «політика», на нашу думку, найбільш прийнятним є відносити до грошово-кредитної політики ті заходи та дії регулятивного характеру, які здійснюються безпосередньо центральним банком чи за

його участю з метою досягнення фінансової стабільності та реалізуються через грошовий ринок у всіх його різновидах, включаючи валютний. За такого підходу грошово-кредитна політика набуває чітких, економічно обумовлених меж, внутрішньо єдиної інституційної основи, тобто охоплює і грошовий ринок, і банківську систему. І, відповідно, ближчим до істини буде твердження, що грошово-кредитна політика є тією засадною основою, на якій базується грошово-кредитне регулювання економіки. Адже спрямованість регулятивного впливу держави у конкретній сфері економічних відносин визначається і спрямовується складовими грошово-кредитної політики.

Тому грошово-кредитне регулювання повинно стимулювати ділову активність, створювати умови, за яких би співпадали інтереси держави та, безпосередньо, її населення, за яких би забезпечувалось задоволення власних потреб на рівні будь-яких економічних суб'єктів. Ефективне грошово-кредитне регулювання призводило б до автоматичного вирішення цілей загальноекономічної політики держави, які повинні збігатись із стратегічними цілями грошово-кредитної політики.

Отже, розділяючи поняття грошово-кредитної політики і грошово-кредитного регулювання, доцільно відзначити, що грошово-кредитна політика – це є цілеспрямований регулятивний вплив держави в особі центрального банку на перебіг економічних процесів задля підвищення їхньої ефективності у сфері грошового обігу і кредиту з метою створення оптимальних умов для підтримання фінансової стабільності та забезпечення стійких темпів економічного зростання.

Ефективність реалізації грошово-кредитної політики залежить від правильного вибору цілей і постановки чітких стратегічних кроків їх досягнення. В економічній літературі цілі грошово-кредитної політики поділяють на стратегічні, проміжні та оперативні, а характер цих цілей визначається потребами національної економіки, що дає змогу зробити висновок про неможливість інтерпретації цілей грошово-кредитної політики одного центрального банку чи одної країни на іншу.

У загальному в економічній літературі постановка стратегічних цілей грошово-кредитної політики становлять так званий «магічний чотирикутник цілей», до яких

належать: стабілізація рівня цін, досягнення високого рівня зайнятості, досягнення стабільного економічного зростання (ВВП) та зовнішньоекономічної стабільності (рівноваги платіжного балансу). Сам факт виділення чотирьох основних стратегічних цілей грошово-кредитної політики означає, що неможливо одночасно вирішити всі економічні проблеми, а тому необхідно виділяти пріоритетні цілі і спрямовувати всі зусилля на їх досягнення.

Пріоритетність цілей грошово-кредитної політики відображається в постановці проміжних цілей, які впливають з того чи іншого монетарного режиму (Додаток В). Монетарний режим – це сукупність правил, заходів та норм грошово-кредитної політики, спрямованих на досягнення тої чи іншої мети у сфері регулювання грошового обігу та кредиту. Вибір того чи іншого монетарного режиму, з одного боку, зумовлений потребами економіки, а з іншого - еволюцією уявлень і вчень про ефективну грошово-кредитну політику.

Так, першим монетарним режимом у практиці центральних банків був режим монетарного таргетування (з англійської *target* – ціль), заснований на монетаристській теорії М. Фрідмена, який вважав, що єдиною проміжною ціллю грошово-кредитної політики може бути досягнення стабільних темпів росту грошової маси. Такі погляди вченого були засновані на переконанні в тому, що інфляція завжди і всюди є результатом росту грошової маси по відношенню до темпів росту реального виробництва. І, у відповідності з постулатами цієї теорії, у якості проміжної цілі грошово-кредитної політики обрано темп росту грошового агрегату, який включає готівку і депозити до запитання в комерційних банках.

Монетарне таргетування як один із перших режимів грошово-кредитної політики використовувався багатьма країнами світу в період розвитку монетаристської економічної теорії, тобто в 1970-1980 роках. В цей період глобальний фінансовий ринок перебував на етапі становлення і головним його сегментом був кредитний ринок, що створювало всі умови для забезпечення дієвості інструментів грошово-кредитної політики центрального банку, адже зміна грошової маси відбувалася саме через кредитний канал. Змінюючи обсяги грошової маси, центральний банк регулював кредитну активність комерційних банків, що, в свою

чергу, відображалось на динаміці цін. Однак з розвитком фінансових інновацій, збільшення операцій банків на фондовому ринку як з цінними паперами, так і з деривативами таргетування грошової маси поступово втрачало сенс, адже стабільний розвиток фінансових ринків вимагав довгострокової цінової стабільності при волатильності попиту на гроші, спровокованого як розвитком фінансових інновацій, так і різними економічними проблемами. Окрім цього, таргетування грошової маси не дозволяло центральним банкам оперативного реагувати на кризові явища в економіці, оскільки ефект впливу зміни грошової маси на динаміку цін та ВВП мав значно більший часовий лаг, ніж, скажімо, зміна валютного курсу чи зміна процентних ставок. Тим не менше, таргетування грошової маси використовується деякими країнами й сьогодні (табл. 1.1).

Таблиця 1.1
Режими грошово-кредитної політики в розрізі країн [148]

Режим	Таргетування обмінного курсу	Монетарне таргетування	Інфляційне таргетування	Інше*
<i>Кількість країн</i>	42,7% країн-учасниць МВФ (82 країни)	12,5 % країн-учасниць МВФ (24 країни)	19,8% країн-учасниць МВФ (39 країни)	25% країн-учасниць МВФ (47 країн)
<i>В тому числі</i>	Данія, Казахстан, Латвія, ОАЕ, Бахрейн, Багами, Болгарія, Гонг-Конг, Еквадор, Катар, Боснія і Герцеговина, Хорватія та ін.	Аргентина, Китай, Таджикистан, Білорусь, Узбекистан, Бангладеш, Болівія, Конго, Нігерія, Ефіопія та ін.	Австралія, Канада, Казахстан Норвегія, Польща, Чехія, Вірменія, Бразилія, Грузія, Угорщина, Молдова, Турція, Україна та ін.	Аргентина, Швейцарія, Австрія, Бельгія, Фінляндія, Франція, Німеччина, Греція, Ірландія, Італія, Латвія, Португалія, Іспанія, Індія, США, країни Зони Євро та ін.

*Ця категорія включає багато найбільших економік, наприклад, у зоні євро та Сполучених Штатів, де монетарні органи мають достатню репутацію здійснювати грошово-кредитну політику без спеціального монетарного якоря. Він також використовується як залишкова класифікація для країн, для яких немає відповідної інформації, і для тих, хто має альтернативну монетарну політику.

Одним із найбільш використовуваних монетарних режимів серед країн світу є режим таргетування валютного курсу (Латвія, Болгарія, Хорватія та ін.), який, в основному, використовують країни з малою відкритою економікою, або країни, де основними статтями експорту та імпорту є сировина (Казахстан, ОАЕ, Еквадор та ін.).

Монетарний режим таргетування обмінного курсу досить часто піддається критиці як в теоретичній, так і в практичній площині, де наводяться такі основні недоліки цього режиму, як втрата незалежності та гнучкості грошово-кредитної

політики. Часто-густо монетарні режими таргетування обмінного курсу стають об'єктом критики представників МВФ або ж розвинутих країн світу, які є імпортерами сировинних товарів з країн, що розвиваються, а це, вочевидь, зумовлено бажанням розвинутих країн отримати доступ до ринків, що розвиваються, оскільки в умовах таргетування обмінного курсу застосовуються певні валютні обмеження на рух капіталу.

В цьому контексті варто розуміти саму суть незалежності грошово-кредитної політики в інтерпретації критиків, під якою розуміють залежність монетарної політики від динаміки цін на, в основному, сировинні товари на світових ринках, а також залежність від спекулятивного руху капіталу. Варто зауважити, що це не може вважатися залежністю грошово-кредитної політики, тому що зміна цін на сировинні товари як експортні, так і імпортні є об'єктивною умовою розвитку малих відкритих економік із сировинним економічним укладом, на які необхідно оперативно реагувати. В силу недостатньої розвиненості ринкових механізмів регулювання ринку, регулювання валютного курсу є одним із основних інструментів центрального банку і держави в цілому щодо оперативного забезпечення внутрішньої стабільності цін. Тобто, основна мета грошово-кредитної політики в рамках монетарного режиму таргетування валютного курсу полягає у створенні умов для забезпечення високого рівня довіри до монетарної влади шляхом встановлення довгострокової валютної і цінової стабільності.

Значно гіршою формою залежності грошово-кредитної політики держави є її цілковите або часткове перебування під впливом вимог і рішень міжнародних фінансово-кредитних організацій, адже в таких умовах може бути насаджений певний монетарний режим чи спонукання до прийняття монетарних рішень, які значно шкодять економічному розвитку країни, що сьогодні спостерігається в Україні.

Досліджуючи особливості монетарного режиму таргетування валютного курсу необхідно врахувати множинність підходів до такого таргетування, виходячи із різноманітності режимів валютного курсу, яких за класифікацією Міжнародного валютного Фонду є дев'ять (Додаток Д).

Розглянувши класифікацію режимів валютного курсу МВФ, можна зробити

висновок, що будь-яка країна може вибрати той режим валютного курсу, який є найоптимальнішим для її економіки і, це не обов'язково має бути жорстко фіксований обмінний курс. Множинність режимів обмінних курсів і багаторічний досвід їх використання в країнах світу доводить, що найоптимальнішими режимами обмінного курсу для малих відкритих економік (якою також є Україна) є керований плаваючий обмінний курс в рамках горизонтального або повзучого валютного коридору. Встановлення валютного коридору дозволяє центральному банку виконати щонайменше три завдання: 1) досягнення цільового орієнтиру валютного курсу, згладжуючи вплив надмірних зовнішніх і внутрішніх шоків шляхом валютних інтервенцій у випадку досягнення межі валютного коридору; 2) забезпечення довіри до монетарної влади, оскільки межі валютного коридору є заздалегідь оголошеними, а зміна меж може бути обумовлена змінами внутрішніх і зовнішніх макроекономічних умов, що дозволить зробити монетарну політику прогнозованою для економічних агентів; 3) забезпечення валютної стабільності для малої відкритої економіки, яка залежить від імпорتنих товарів, зокрема від імпорتنих енергоносіїв, є запорукою цінової і фінансової стабільності. Таким чином, таргетування обмінного курсу, як режим монетарної політики може застосовуватися в країнах, що розвиваються з малою і відкритою економікою та низьким рівнем організації роботи ринкових інститутів, а також у країнах, в яких спостерігається високий рівень доларизації економіки.

У розвинутих країнах, починаючи з 1990-х років, у якості монетарного режиму почали використовувати режим таргетування інфляції, як запоруку цінової і фінансової стабільності. Таргетування інфляції, за даними МВФ станом на 2016 рік, у якості монетарного режиму використовують 38 країн світу здебільшого з високим рівнем розвитку економіки, однак забезпечення цінової стабільності шляхом дотримання цільового показника індексу споживчих цін не завжди сприяє економічному зростанню. Даний монетарний режим є досить складним для повного його втілення в практику грошово-кредитної сфери, адже вимагає виконання декількох базових умов: мінімальний рівень монополізації та тінізації економіки; відсутність адміністративно-регульованих цін; низький рівень корупції; високий рівень взаємоузгодженості монетарної і фіскальної політики; високий рівень

незалежності центрального банку. Дотримання зазначених вище умов знижує фактори виникнення немонетарної інфляції (наприклад, монополне встановлення цін), а, отже, розширює можливості центрального банку регулювати інфляцію за допомогою інструментів грошово-кредитної політики, зокрема за допомогою зміни процентних ставок.

Монетарний режим таргетування інфляції зумовлює побудову передбачуваної грошово-кредитної політики, яка вимагає встановлення досить жорсткої монетарної і фіскальної дисципліни, що без високорозвинених ринкових інститутів є вкрай важко. Звичайно такий режим матиме перевагу в розвинутих країнах, оскільки, з одного боку, дисциплінує роботу центрального банку і уряду, а з іншого - дозволяє центральному банку шляхом публікації своїх намірів управляти очікуваннями економічних агентів без необхідності жорстких змін в своїй політиці.

Одним із основних недоліків монетарного режиму інфляційного таргетування є його висока залежність від факторів (монополізація ринків), які не контролюються центральним банком, дія яких може призвести до невиконання цілі по інфляції. Окрім цього, варто зауважити, що спроби центрального банку досягти цільового орієнтира по інфляції може призвести до уповільнення економічного зростання і порушення фінансової стабільності, адже досягнення такої цілі може вимагати встановлення високих процентних ставок, обмеження надання кредитів рефінансування, відмова від керування валютного курсу, наслідком чого може стати значна його девальвація з переростанням у валютну і фінансову кризи. Тобто на початкових стадіях функціонування монетарного режиму інфляційного таргетування грошово-кредитна політика може мати високий рівень гнучкості і незалежності, однак в силу погіршення макроекономічних умов центральні банки застосовують досить радикальні методи впливу на ситуацію на фінансових ринках, що через певний проміжок часу посилює кризові явища в економіці.

Наступним режимом грошово-кредитної політики є політика без визначеного номінального якоря. Сутність даного режиму полягає у відмові монетарної влади від прийняття будь-яких зобов'язань щодо досягнення конкретних значень номінальних показників. Центральні банки встановлюють тільки довгострокові цілі, такі як низька

інфляція, стабільний ріст економіки, висока зайнятість. Проміжні цілі встановлюються виходячи з поточної економічної кон'юнктури і припускають реакцію на поточну ситуацію. Грошово-кредитна політика без явного номінального якоря є іншим режимом грошово-кредитної політики, прийнятим монетарною владою багатьох країн після відмови від таргетування грошових агрегатів. В першу чергу, до їх числа відносяться США. Теоретично основним недоліком такої грошово-кредитної політики є відсутність номінального якоря, що робить дану політику непрозорою і більш непередбачуваною. В результаті відбувається зниження довіри до монетарної влади, що сприяє формуванню неправильних інфляційних очікувань. В такому випадку грошово-кредитна політика потрапляє в сильну залежність від економічних і політичних поглядів, а також від навичок осіб, які очолюють центральний банк [74, с. 52]. Однак на практиці, наприклад в США, грошово-кредитна політика довгий час приносила хороші результати, а ФРС США справлялася із внутрішніми і зовнішніми викликами.

Тим не менше, з огляду на причини і наслідки останньої світової фінансово-економічної кризи 2008-2009 років жоден монетарний режим не виявився здатним протистояти суттєвим фінансовим потрясінням, що стало основою для пошуку нових підходів до реалізації грошово-кредитної політики. В цьому контексті, серед найбільш яскравих прикладів оптимізації грошово-кредитної політики можна відмітити приклади США, ЄС, Великобританії, Туреччини, Польщі, Норвегії, Китаю, Японії та інших країн світу, які досить швидко подолали наслідки кризи і досягнули позитивного тренду приросту ВВП у найкоротші терміни.

Антикризові заходи зазначених вище країн, передусім США, були із розряду «мета виправдовує засіб», адже на перший план вийшли дві ключові цілі загальнодержавної економічної політики: фінансова стабільність і економічне зростання. Для досягнення зазначених цілей ФРС США, ЄЦБ, Банк Англії, Банк Японії використали інструменти грошово-кредитної політики, які до світової фінансово-економічної кризи не пояснювала жодна економічна теорія, адже суть цих заходів зводилася до прямого викупу «токсичних» активів центральним банком не тільки в комерційних банків, а й в інших фінансових і нефінансових корпорацій, окрім цього центральні банки надавали необмежені кредити рефінансування при

від'ємних ключових процентних ставках. Під час реалізації такої грошово-кредитної політики у якості проміжної її цілі було обрано фінансову стабільність, а у якості стратегічної – економічне зростання. Тобто в цей період практика реалізації грошово-кредитної політики стала основою монетарної теорії, а не навпаки, як було до цього, що призвело до зміни функцій і ролі центрального банку та інструментів його грошово-кредитної політики.

Зважаючи на те, що після кризи 2008-2009 року пройшло вже дев'ять років, а принципи сформованої в той час грошово-кредитної політики не змінилися, має місце теоретичне обґрунтування, по суті, нового монетарного режиму, який, на наш погляд, повинен носити назву еkleктичний (від грец. *εκλεκτός*, «вибраний», «обирати»). Відповідно до Великого тлумачного словника української мови, еkleктизм – це механічне безпринципне сполучення різнорідних, несумісних, іноді протилежних поглядів, теорій, ідейних напрямів, художніх стилів і т. ін. Сьогодні, в розвинутих країнах і в країнах, що розвиваються та підтримують стійкі темпи економічного зростання, забезпечуючи фінансову стабільність, центральні банки використовують поєднання різних монетарних режимів та інструментів грошово-кредитної політики для досягнення цілей, які теоретично не належать до цілей центрального банку, а саме: досягнення мінімального рівня безробіття, стимулювання економічного зростання, розвитку реального сектору економіки тощо.

Варто зауважити, що термін «еклектична монетарна політика» зустрічається в науковій та практичній літературі і має неоднозначне пояснення суті, адже, наприклад, Національний банк України під цим терміном розуміє антикризову грошово-кредитну політику [149], а деякі вчені-економісти ототожнюють його із монетарним режимом без номінального якоря.

Виходячи з аналізу практичного досвіду реалізації грошово-кредитної політики провідних центральних банків світу в посткризовий період, а також теоретичні напрацювання в цій сфері, на наш погляд, термін «еклектичний режим грошово-кредитної політики» відображає неоднорідну систему множинності таргетів, включаючи валютний курс, інфляцію і номінальний ВВП, а також належне застосування інструментів грошово-кредитної політики, методів комунікації та

управлінських рішень центрального банку, що спрямовані на оперативне реагування на зміну ситуації на фінансових ринках та в реальному секторі економіки з метою забезпечення фінансової стабільності й стійкого економічного зростання. Тобто еклектичний режим грошово-кредитної політики – це той найгнучкіший її варіант, який зможе ефективно згладити вплив зовнішніх і внутрішніх шоків на ключові індикатори фінансової стабільності та ефективно розподілити фінансові ресурси в економіці з метою досягнення стійкого економічного зростання, яке, в свою чергу, є основою забезпечення мінімального рівня безробіття і розвитку держави в цілому.

Звичайно, критичним зауваженням для такого режиму є можливий низький рівень прогнозованості грошово-кредитної політики, оскільки вона носить ситуативний характер, однак практика доводить протилежне, адже на перший план виходить управління очікуваннями. Управління очікуваннями економічних агентів з боку центрального банку відбувається шляхом встановлення чіткого графіку проведення засідань комітету з монетарної політики, який відразу публікує свої рішення на офіційному сайті і, таким чином, спонукає економічних агентів очікувати рішення комітету та планувати свою діяльність відповідно до оприлюдненого рішення. Окрім цього, уповноважені підрозділи центрального банку у випадку виникнення форс-мажорних обставин на фінансовому ринку чи в цілому в економіці невідкладно організовують прес-конференції для оприлюднення чіткого покрокового плану дій під час кризи чи фінансової нестабільності. Сама ж грошово-кредитна політика проводиться виключно в рамках монетарної стратегії, яка передбачає окреслення таргетів і стратегічних цілей, а також кроки та умови їх досягнення.

В такому випадку грошово-кредитна політика, використовуючи цільові орієнтири обмінного курсу, інфляції і номінального ВВП у різних послідовностях, стає основою фінансової стабільності шляхом оперативного регулювання всіх сегментів ринку. Дотримання множинності таргетів дозволяє центральному банку забезпечувати їх досягнення одночасно у відповідній пропорції. Наприклад, в малих відкритих економіках досягнення валютної стабільності (фіксація валютного курсу в межах валютного коридору) дозволяє стабілізувати ціни, оскільки вони залежать від вартості імпорту і експорту. В свою чергу, валютна і цінова стабільність є основою

фінансової стабільності, що сприяє притоку іноземних інвестицій і розвитку внутрішнього попиту, які є базовими основами економічного зростання. У випадку ж проявів фінансової нестабільності центральний банк може використовувати стимулюючі заходи шляхом застосування нетрадиційних інструментів грошово-кредитної політики в рамках кількісного чи кредитного пом'якшення.

Еклектичний режим грошово-кредитної політики вимагає підпорядкування всіх її інструментів єдиній меті – досягненню фінансової стабільності і забезпеченню стійкого економічного зростання. Розглянемо їх детальніше.

Варто зауважити, що в залежності від характеру або спрямованості впливу на грошово-кредитний ринок виділяють дві групи інструментів грошово-кредитної політики: адміністративного впливу та економічного впливу. Інструменти першої групи мають, як правило, форму директив, лімітів, нормативів, що виходять з центрального банку, вплив яких обмежується окремими сегментами грошово-кредитного ринку, спрямованого на обмеження свободи діяльності окремих суб'єктів ринку або окремих операцій банків тощо. Саме тому їх досить часто називають селективними інструментами, які використовуються для адміністративного впливу на ринок. Адже до таких інструментів відносять: селективну політику адресного рефінансування комерційних банків; встановлення для комерційних банків кредитних і депозитних стель; регламентацію процентної політики комерційних банків у вигляді встановлення обмежень по кредитних і депозитних ставках, по маржі; обмеження по обсягу і по умовах надання комерційними банками окремих позичок; залучення коштів комерційних банків на депозити в центральний банк тощо.

Незважаючи на певні недоліки адміністративних інструментів грошово-кредитної політики, а саме короткостроковий характер і відсутність гнучкості, вони є важливою групою інструментів забезпечення фінансової стабільності. Так, у випадку загострення проявів фінансової нестабільності чи кризових явищ в економіці центральний банк за допомогою адміністративних інструментів може обмежувати рівень банківських ризиків, обмежувати спекулятивні операції банків на валютному ринку шляхом позбавлення ліцензій або обмеженням величини валютної позиції, зобов'язувати банки до примусового злиття, а на макроекономічному рівні знижувати

відсоткові ставки за кредитами в ті чи інші сектори економіки тощо. Зазначені інструменти можуть мати досить швидку оперативність та призводити до швидких змін на фінансових ринках та в банківській системі, однак вони повинні застосовуватися разом із ринковими інструментами і носити короткостроковий характер. Строк застосування адміністративних інструментів, наприклад, валютних обмежень, повинен бути заздалегідь обумовлений, а при його закінченні обмеження мають бути відмінені без будь-якої пролонгації. Тільки в такому випадку центральний банк зможе зберегти довіру до грошово-кредитної політики.

Становлення ринкових відносин, лібералізація фінансових ринків та міжнародна економічна інтеграція вимагають від центрального банку більш інтенсивно застосовувати інструменти другої групи, під якими розуміють різні засоби (інструменти) загальної спрямованості впливу центрального банку на грошову пропозицію шляхом формування певних умов на грошовому ринку та ринку капіталів. Реалізація грошово-кредитної політики через активне використання ринкових, або, як ще їх називають, економічних інструментів дозволяє глибше та ефективніше впливати на зміну стану усього грошово-кредитного ринку шляхом формування на ньому певних умов, що визначають поведінку його суб'єктів у напрямку, запрограмованому центральним банком.

Так, одним із основних ринкових інструментів центрального банку є процентна політика, яка являє собою сукупність заходів в сфері встановлення і регулювання процентних ставок із залучення і розміщення грошових коштів, спрямованих на забезпечення рентабельності і ліквідності банківської діяльності та є важелем впливу на реальний сектор економіки. Пріоритетом процентної політики є підтримка позитивного рівня процентних ставок в реальному вираженні в економіці як важливої умови для забезпечення цінової стабільності і збереження заощаджень вкладників, доступності кредитних ресурсів для підприємств реального сектора економіки.

Досліджуючи теоретичні основи процентної політики центральних банків, варто зауважити, що в процесі еволюційного розвитку грошово-кредитної політики в цілому уявлення про механізм встановлення ключових процентних ставок суттєво змінився. До недавнього часу в економічній науковій і навчальній літературі аксіомою виступав той

факт, що процентні ставки мають бути вищими нуля. Наприклад, Дж. Хікс вважав, що «якщо можна не брати до уваги витрати зберігання грошей, то завжди буде вигідніше зберігати гроші, ніж позичати їх, якщо ставка відсотка не більше нуля. Отже, ставка відсотка завжди повинна бути позитивною. У самому крайньому випадку найбільш короткострокова ставка можливо буде близька до нуля. Але якщо це так, то довгострокова ставка повинна лежати вище нього, тому що довгострокова ставка повинна враховувати ризик того, що короткострокова ставка може вирости протягом періоду кредитування, і слід зауважити, що короткострокова ставка може тільки зрости, вона не може впасти» [229; 239, с. 154-155]. Іншим вагомим доведенням позитивних процентних ставок є модель Васичека, яка свідчить, що процентні ставки не можуть рости до безкінечності, так як їх високий рівень обмежить економічну діяльність і після певної межі зведе її нанівець. З іншого боку, ставки не можуть бути від'ємними. Таким чином, ставки повинні рухатися в обмеженому діапазоні з тенденцією на повернення до деякого середнього рівня. Основним недоліком моделі Васичека, який обґрунтовано в економічній літературі є теоретична ймовірність встановлення від'ємних ставок [229]. Це свідчить про те, що до кризи 2008-2009 років в економічній літературі заперечувався факт встановлення від'ємних процентних ставок і в цьому контексті практика знову стала основою теорії, адже сьогодні шість центральних банків у світі, а саме: Європейський центральний банк (ЄЦБ), Національний банк Данії, шведський Ріксбанк, Національний банк Швейцарії, Банк Японії і Національний банк Угорщини – ввели негативні процентні ставки. Так, негативна ставка ЄЦБ діє з 11.06.2014 р., коли вона була встановлена на рівні мінус 0,10%. Надалі її рівень послідовно опускався і з 16.03.2016 р. становить мінус 0,40% [247]. З цієї ставки банки європейської банківської системи можуть розміщувати кошти на депозиті ЄЦБ на період овернайт. Банк Японії оголосив 29.01.2016 р. про перехід до політики «кількісного і якісного монетарного пом'якшення з негативною процентною ставкою» і встановив ставку за надлишковими резервами комерційних банків на рівні мінус 0,1%.

Серед причин введення від'ємних процентних ставок центральних банків за надлишковими резервами викликане загостренням фінансової нестабільності та суттєвим зниженням кредитної підтримки комерційними банками реального сектору,

адже якщо комерційні банки мають у своєму розпорядженні короткострокові кошти і не знаходять для них прибуткового застосування з урахуванням прийняттого рівня ризику в реальному секторі економіки, то звичайна практика полягає в розміщенні їх на депозитах в центральному банку. При позитивних ставках центральний банк нараховує на них відсотки, хоча і нижче рівнів грошового ринку. Таким чином, у банків є стимул зберігати в центральному банку кошти, особливо в ситуаціях невизначеності на фінансових ринках. Негативні ставки позбавляють банки такої можливості, оскільки в цьому випадку вже комерційні банки повинні платити центральним банкам за розміщення коштів на депозитах. Тому негативні ставки за надлишковими резервами (депозитами розміщеними в центральному банку) покликані спонукати комерційні банки активніше кредитувати бізнес і купувати фінансові активи, а не тримати грошові ресурси в центральних банках.

Безумовно варто погодитися з цим судженням, однак, на наш погляд, практика введення від'ємних процентних ставок зумовлена більш ширшим фактором, а саме зміною механізмів перерозподілу фінансових ресурсів в економіці, що призвело до зниження контролю центрального банку за грошовим мультиплікатором і економічним зростанням. В цьому контексті варто звернути увагу на наслідки бурхливого розвитку фінансових інновацій на фондових ринках, які проявилися у безпрецедентному зростанні обсягів операцій з похідними цінними паперами – деривативами, обсяг яких на кінець 2013 р. становив 710 млрд. дол. США. Варто зауважити, що процес створення деривативів не був підконтрольним центральним банкам, а сума фінансових ресурсів, що була номінована деривативами не враховувалася в обсяг грошової маси. Зростання обсягів деривативів по суті було механізмом зростання обсягів фінансових ресурсів для фінансових і нефінансових корпорації, хоча дані ресурси не були забезпечені реальним виробництвом.

Більша привабливість деривативів порівняно з кредитним ринком зумовила перелив капіталу з кредитного ринку (підконтрольного центральному банку) на ринок деривативів (непідконтрольному центральному банку), що під час кризи обмежила можливості центральних банків щодо ефективного перерозподілу фінансових ресурсів в економіці шляхом зміни процентних ставок та використання традиційних

інструментів рефінансування. Великі обсяги токсичних фінансових ресурсів на балансах нефінансових корпорацій, зростання ризиків на кредитному і фондовому сегментах фінансового ринку призвели до зменшення обсягів як кредитних вкладень в економіку, так і розміщення коштів в деривативи, які також слугували джерелом фінансових ресурсів для фінансових і не фінансових корпорацій. Така ситуація в економіках розвинутих країн світу призвела до накопичення надлишкових резервів комерційних банків на рахунках центральних банків, що не дозволяло активізувати і без того низьку ділову активність. Виходячи із такої ситуації, центральні банки, з метою створення умов для відновлення економічного зростання шляхом здешевлення кредитних ресурсів і збільшення обсягів ліквідності банківської системи, вдалися до введення від'ємних процентних ставок. При цьому варто зауважити, що від'ємні процентні ставки за депозитами комерційних банків в центральному банку були спрямовані не тільки на зниження процентних ставок за кредитами комерційних банків в економіку, а на зниження процентних ставок на фондових ринках, що мало б знизити бажання інвесторів розміщувати кошти в цінні папери та похідні інструменти.

Так, з червня 2014 р., коли ЄЦБ ввів негативну ставку, і по теперішній час індекс ETF iShares MSCI EMU – актив, що копіює індекс компаній великої і середньої капіталізації країн Єврозони – опустився практично на 30%. З грудня 2014 р., коли Швейцарія ввела негативні ставки, індекс ETF iShares MSCI Switzerland впав практично на 14%. Ринок Швеції з лютого 2015 р. – моменту введення негативної ставки, впав на 20%. Єдиний ринок, який показав приріст після введення негативних ставок – це Данія, де iShares MSCI Denmark Capped ETF виріс на 94% з липня 2012 р. Окрім цього негативні ставки центральних банків призвели до випуску держоблігацій з негативною прибутковістю, причому вже не тільки короткотермінових, наприклад в Швейцарії [252] та Японії [232; 233].

Впровадження від'ємних процентних ставок провідними центральними банками світу є одним із інструментів грошово-кредитної політики, спрямованих на досягнення фінансової стабільності і стимулювання економічного зростання і хоча ці заходи одноосібно не змогли вирішити завдання щодо досягнення фінансової стабільності, проте дали змогу центральному банку повернути контроль над

розвитком фінансових ринків.

Модифікація процентної політики центральних банків практично повністю нівелювала значення такого інструменту грошово-кредитної політики як норма обов'язкового резервування, адже його коефіцієнти також були зведені до нуля, що не дозволяє використовувати даний інструмент в якості інструменту регулювання ліквідності банків, так і інструменту стимулювання їх кредитної активності.

Іншими не менш важливими інструментами грошово-кредитної політики є інструменти рефінансування банків, які дозволяють реалізувати центральним банкам функцію кредитора останньої інстанції та забезпечити умови для досягнення фінансової стабільності. Інструменти рефінансування в різних країнах мають різну строковість, обсяги та механізми застосування, однак єдину мету – підтримка ліквідності банківської системи. Фінансово-економічна криза 2008-2009 років внесла свої корективи в механізм інструментів рефінансування розширивши їх вплив з банківської системи на практично весь фінансовий ринок. Адже, отримавши функції мегарегулятора, центральні банки (зокрема ФРС США) здійснювали кредитування не тільки комерційних банків, але й інших фінансових компаній. Інструменти рефінансування, окрім функції забезпечення фінансової стабільності, отримали сьогодні нову функцію – функцію стимулювання економічного зростання, що підтверджує факт існування еклектичних монетарних режимів.

Інструменти рефінансування, спрямовані на викуп токсичних активів та довгострокове кредитування з метою стимулювання економічного зростання, отримали назву нетрадиційні або неконвенційні інструменти грошово-кредитної політики.

Міжнародний валютний фонд визначає нетрадиційні заходи грошово-кредитної політики як реалізовані центральними банками заходи, які не є стандартними інструментами здійснення монетарної політики. До них відносяться система заяв про наміри, надання ліквідності комерційним банкам на довгостроковій основі і широкомасштабний викуп активів. Розмежування видів активів, придбаних центральним банком при реалізації останньої міри, дозволяє виділити чотири основних види заходів нетрадиційної грошово-кредитної політики [148]:

1. Система заяв про наміри центрального банку, в рамках якої центральний

банк не тільки оголошує рішення про збереження або зміну величини ключової процентної ставки, але і повідомляє про тривалість періоду, протягом якого він не має наміру посилювати грошово-кредитну політику.

2. Кількісне пом'якшення (quantitative easing), під яким розуміється придбання центральним банком державних боргових цінних паперів, спрямоване на зниження їх доходностей або спредів між прибутковістю активів з різним терміном до погашення в ситуації, коли ключова процентна ставка знаходиться на нульовому або близькому до нульового рівні .

Найбільш масштабні заходи з викупу довгострокових державних облігацій в рамках програм щодо кількісного пом'якшення були зроблені Банком Японії, ФРС і Банком Англії.

3. Непряме кредитне пом'якшення (indirect credit easing), яке визначається як надання центральним банком ліквідності комерційних банків на довгостроковій основі (іноді супроводжуване пом'якшенням вимог до якості застави); при цьому підтримання ліквідності на довгостроковій основі протиставляється «стандартним» інструментам за регулярним кредитуванням комерційних банків центральним банком, що здійснюється, як правило, на щотижневій основі.

4. Пряме кредитне пом'якшення (direct credit easing), що представляє собою безпосереднє втручання центрального банку в функціонування кредитних ринків і полягає в прямому придбанні регулятором корпоративних облігацій або цінних паперів, забезпечених іпотечними заставами, спрямоване на зниження процентних ставок на пом'якшення умов фондування на цих ринках (або їх окремих сегментах) [27].

З огляду на сутність нетрадиційних інструментів грошово-кредитної політики можна зробити висновок, що інструменти прямого викупу активів порушують базові принципи інструментів рефінансування, а саме: поверненості, строковості, платності і забезпеченості. Фактично залишився один принцип – цільовий характер, який полягає в очищенні балансів фінансових і нефінансових корпорацій від токсичних активів з метою підвищення їх рентабельності і платоспроможності. Керуючись принципом «мета виправдовує засіб», провідні центральні банки зуміли поєднати всі доступні їм

форми впливу на фінансові ринки і реальний сектор економіки в єдиний еклектичний режим монетарної політики, що дозволило досягти фінансової стабільності та економічного зростання. При цьому варто відмітити важливість комунікативних інструментів грошово-кредитної політики, які стали інструментом зміни психологічних установок економічних агентів та використовувалися з метою уникнення паніки на фінансових ринках.

Таким чином, підсумовуючи вищенаведене, можна виокремити структурну характеристику грошово-кредитної політики, яка у логічній послідовності відображає її сутність, описуючи об'єкти, цілі, режими та інструменти (рис. 1.3).

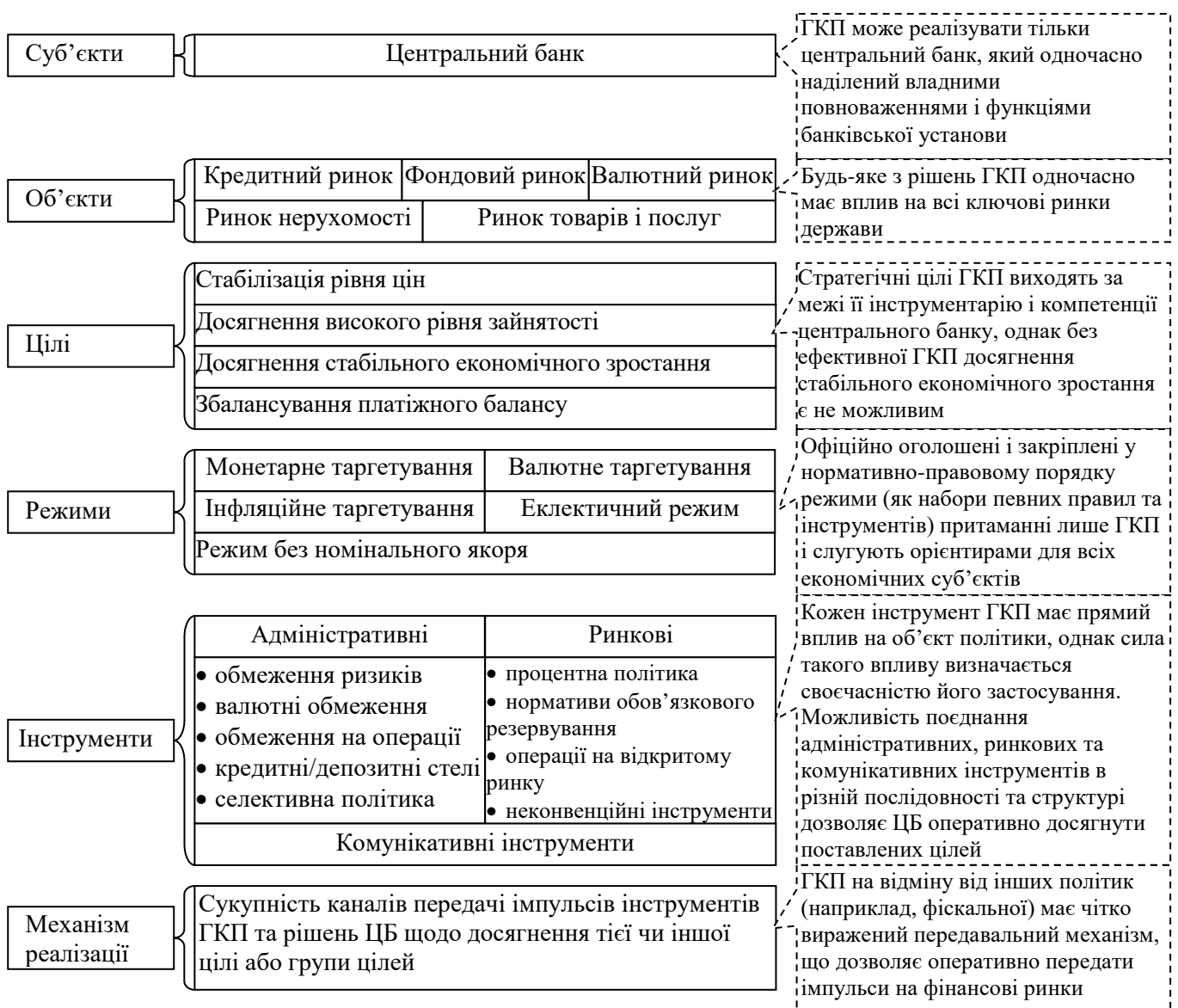


Рис. 1.3. Структурна характеристика грошово-кредитної політики*

*Сформовано автором на основі [67; 128; 184]

Вагому роль в сфері забезпечення ефективності еклектичного режиму грошово-

кредитної політики відіграє її передавальний механізм, який дозволяє швидко і чітко передати імпульси від центрального банку до всіх економічних агентів. Використання нетрадиційних інструментів грошово-кредитної політики призвело до модифікації трансмісійного механізму, який потребує нового теоретичного осмислення.

1.3. Трансмісійний механізм грошово-кредитної політики як основа впливу центрального банку на перебіг економічних процесів

Центральний банк, реалізуючи завдання та цілі грошово-кредитної політики за допомогою усіх доступних інструментів, зумовлює досягнення передбачуваних та необхідних соціально-економічних показників. Ефективність інструментів грошово-кредитної політики у більшій мірі залежить від дієвості передавального (трансмісійного) механізму, який від латинського слова *transmission*, означає перехід, передача, механізм, за допомогою якого передається рух. Саме дослідження напрямків і способів передачі імпульсів інструментів грошово-кредитної політики на макроекономічні (ВВП, інфляція) і навіть соціально-економічні (рівень безробіття і добробуту) змінні в контексті зміни умов реалізації економічних відносин, зростання фінансових, віртуальних та інформаційних чинників розвитку економіки є надзвичайно актуальним питанням для світової і вітчизняної економічної думки.

Складність розуміння етапів, послідовності, узгодженості зв'язків та дії трансмісійного механізму грошово-кредитної трансмісії обумовлює неоднозначні трактування сутності цієї дефініції, дослідженню якої в останні роки присвятили свої праці чимало науковців.

Так, основоположником ідеї трансмісійного механізму грошово-кредитної політики вважається англійський економіст Дж.М.Кейнс, який першим запропонував поняття трансмісійного механізму грошово-кредитної політики як систему змінних, що через пропозицію грошей впливають на економічну активність [80].

Дослідження передавального механізму грошово-кредитної політики активно розпочалося після Великої депресії в США 1929-1933 років та знайшло своє відображення в працях Дж. Кейнса. Аналізуючи причини і наслідки Великої депресії

та економічну політику, Кейнс зазначав: «Нашим кінцевим завданням є вибір змінних, які зможуть перебувати під свідомим контролем або управлінням центральної влади, в тій реальній системі в якій ми живемо» [80]. До таких змінних Кейнс відносив процентну ставку і перевагу ліквідності, тобто попит на гроші [36]. Він вважав, що грошово-кредитна політика і зміна обсягу грошової пропозиції впливає на виробництво тільки шляхом впливу на інвестиційний процес і тільки в тому випадку, якщо вона здатна змінити психологічну ситуацію на грошовому ринку, знизивши норму процента. Тобто, окрім розширення ролі грошової трансмісії, на відміну від класичної школи економіки, Дж. Кейнс обґрунтував основні засади трансмісійного механізму, який розглядався ним як керований (грошово-кредитна політика) та цілеспрямований (досягнення зміни переваги ліквідності, процентної ставки, випуску продукції і, в кінцевому підсумку, зниження рівня безробіття) вплив імпульсів грошово-кредитної політики на макроекономічні змінні і макроекономічну динаміку (рис. 1.4). Така концепція трансмісійного механізму в різних інтерпретаціях зберігається до сьогоднішнього дня.

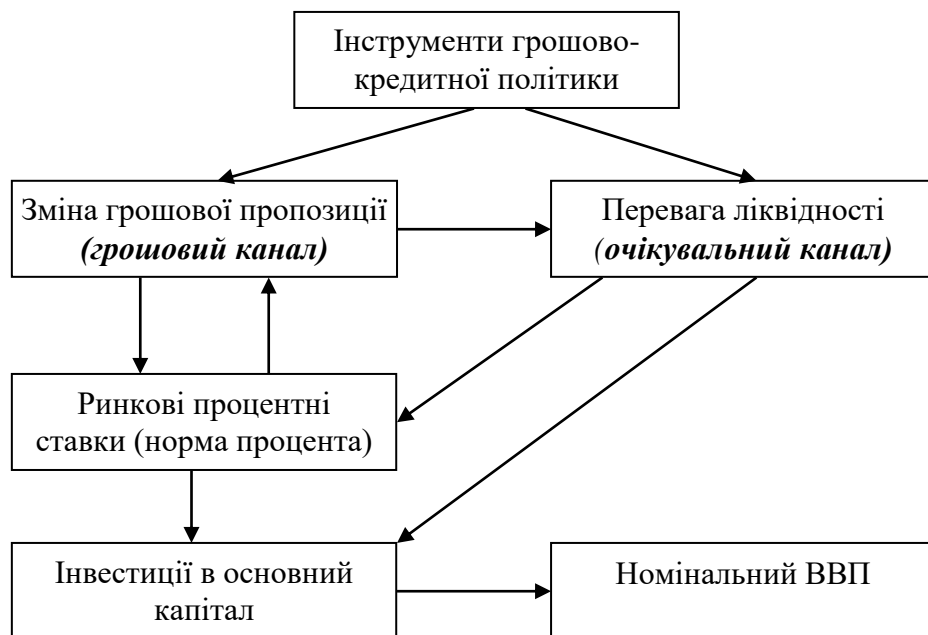


Рис. 1.4. Структурно-логічна схема трансмісійного механізму грошово-кредитної політики Дж. М. Кейнса*

*Побудовано автором на основі джерела [80]

Аналізуючи підходи Дж.М. Кейнса до обґрунтування сутності трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, можна зробити висновок, що в структуру

трансмісійного механізму було включено не лише грошовий канал, який передбачав зміну грошової пропозиції, але й очікувальний канал, який використовувався для впливу на психологічні рішення суб'єктів ринку щодо надання переваги ліквідності, визначаючи мотиви попиту на гроші: трансакційний, застережний та спекулятивний. Однак, через можливість потрапляння економіки в «ліквідну пастку», коли зниження відсоткових ставок не сприяють зростанню інвестицій, трансмісійний механізм грошово-кредитної політики в кейнсіанській теорії отримав другорядне значення, оскільки, на думку Дж. М. Кейнса, фіскально-бюджетна політика є більш дієвою в період економічних криз, так як дозволяє швидше збільшити номінальний ВВП.

Кейнсіанська теорія стала предметом дискусій і фундаментом для формулювання монетаристської теорії, яка передбачала відносну автономність грошово-кредитної політики та окреслювала її переваги над фіскальною політикою. Монетаристські підходи до розуміння сутності трансмісійного механізму грошово-кредитної політики ґрунтуються на перевірці тісноти кореляційного зв'язку між обсягом грошової маси (M) і номінальним ВВП (Y), однак ігнорують напрямки та фактори впливу грошової маси на ВВП. Виходячи із постулатів монетаризму щодо саморегульованості ринкової економіки, представники монетаристської теорії розділяють економічну систему на дві складові: власне економічну систему, що відображає внутрішньо збалансований ринковий сектор економіки, та систему грошових відносин, її екзогенний сектор – джерело дестабілізації [36].

Відповідно до цього монетаристами сформовано основну теоретичну концепцію антициклічної політики:

по-перше, антициклічна політика не зачіпає процесів, що відбуваються безпосередньо у сфері виробництва. Монетаристи цю сферу представляють як «чорний ящик», вміст якого навмисно ігнорується. Їх теорію, заявляють вони, має цікавити лише «вхід» і «вихід» із цього «ящика», тобто виключно сфера обігу;

по-друге, монетарна теорія циклу базується на принципі прямого впливу динаміки грошової маси на індекс цін і відповідно до цього – номінального вираження ВВП.

Тому логічна конструкція монетаристської побудови антициклічної політики формулюється так: збалансований розвиток економіки потребує неухильного

забезпечення сталого і стабільного збільшення грошової маси. Звідси «золоте правило» монетаризму: темп зростання грошової маси має бути приблизно постійним (3-5% за рік); він не повинен залежати від коливань економічної кон'юнктури [36, с. 4].

Саме на цих постулатах був побудований монетарний режим таргетування грошової маси, що використовувався багатьма країнами світу, однак із розвитком фінансових ринків та проявом фінансової нестабільності втратив свою актуальність.

Розглянуті концепції трансмісійного механізму грошово-кредитної політики отримали свій розвиток в рамках новітніх економічних теорій, які згруповані за певними підходами щодо дослідження сутності та каналів трансмісійного механізму.

Так, в рамках «грошового підходу» дослідження впливу грошово-кредитної політики на реальний сектор економіки трансмісійний механізм розглядається через призму портфельної теорії інвестицій, основоположниками якої вважаються У. Баумоль та Дж. Тобін. Основними каналами тут виступають процентний канал, канал зміни цін на активи та канал обмінного курсу. Розглянемо їх більш детально (рис. 1.5).

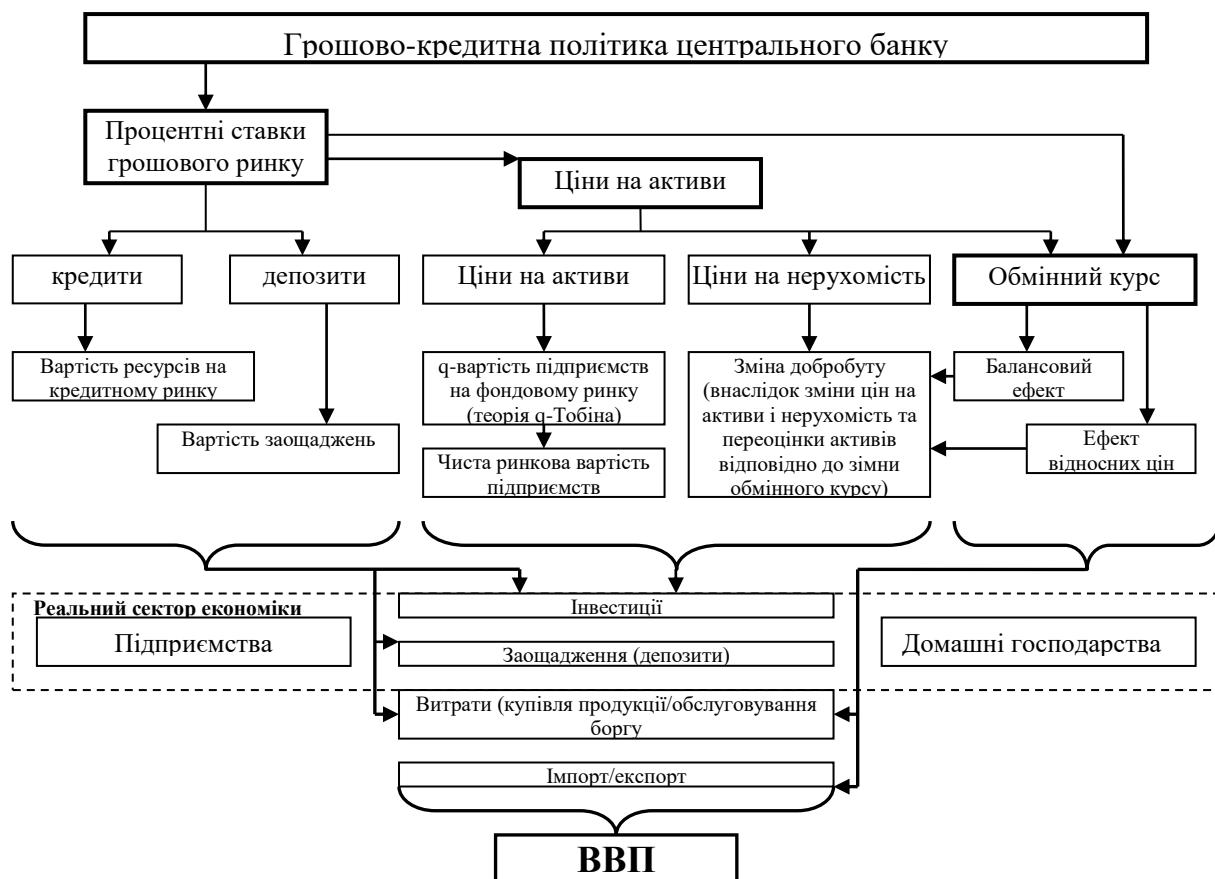


Рис. 1.5. Структурно-логічна схема трансмісійного механізму грошово-кредитної політики відповідно до «грошового погляду»*

*Побудовано автором на основі джерел [120; 147, с.105]

Суть даної теорії полягає в тому, що інвестиційні рішення приймаються економічними агентами з врахуванням дохідності різних фінансових і реальних активів (інструменти фінансового ринку, інвестиції в реальний сектор економіки, нерухомість тощо). Зміни в грошово-кредитній політиці першочергово провокують коливання ставок грошового ринку, які, в свою чергу, впливають на підприємства, як прямо, так і опосередковано, через паралельну зміну цін на активи.

Процентний канал здійснює вплив на вибір економічними агентами строкової структури заощадження і споживання, адже зміна вартості кредитних ресурсів впливає на можливості залучати підприємствами і населенням певні обсяги кредитних коштів для здійснення інвестицій у виробництво або купівлю необхідних товарів і послуг. Зміна ставок за депозитами комерційних банків відповідно впливає на динаміку заощаджень населення, а в цілому динаміка короткострокових процентних ставок впливає на характер попиту економічних агентів на гроші. Таким чином, шляхом регулювання процентних ставок центральний банк може регулювати інвестиційну активність економічних агентів і, в підсумку, динаміку номінального ВВП. Окрім цього, шляхом зміни процентних ставок регулюється ліквідність комерційних банків та їх можливості щодо кредитування і розширення грошової маси через грошово-кредитний мультиплікатор, що в свою чергу впливає на індекс цін.

Провідним фактором макроекономічного впливу, який знаходиться у компетенції центрального банку в країнах з розвинутою ринковою економікою, є облікова ставка. Вона виступає орієнтиром цінової динаміки капіталів на довгострокову перспективу для суб'єктів грошового ринку. Зміна розміру офіційної облікової ставки центрального банку – вагомий інструмент грошово-кредитної політики – класично несе суттєвий вплив на поведінку економічних агентів фінансового ринку і відповідно зумовлює зміну як короткострокових, так і довгострокових ставок. Через певний проміжок часу дія цих змін поширюється на процентні ставки комерційних банків, розмір яких має вплив на рух капіталів суб'єктів ринку, а саме на зміну попиту та витрат через зміну обсягів споживання, заощаджень та інвестицій. Тобто безпосередньо впливає на ціну кредитних ресурсів, що відповідно визначає динаміку грошових коштів як позичальників, так і кредиторів через паралельний рух процентної ставки за кредитами

і депозитами, а тому зумовлює зміну обсягів інвестиційної діяльності, депозитного та виробничого потенціалу, що тягне за собою рівень зайнятості, інфляції та зумовлює темпи розвитку економіки.

Процентні ставки грошового ринку також впливають на ціни акцій, облігацій, інших цінних паперів, ціни на нерухомість. При зниженні процентних ставок грошового ринку ціни на активи повинні при інших рівних умовах зростати, оскільки зниження процентних ставок зменшує прибутковість грошей як активу, і економічні агенти починають шукати альтернативні шляхи вкладення капіталу. Відповідно зростає попит на цінні папери і нерухомість.

Проте, дія даного каналу можлива лише за умови достатнього рівня розвитку ринку фінансових активів, чого, сьогодні, немає в Україні, оскільки не забезпечується передача покладених на НБУ стимулюючих дій, як однієї із рушійних сил передавального механізму. Адже наразі облікова ставка використовується для кредитування НБУ комерційних банків, а за умови суттєвого зменшення обсягу цих операцій, вона майже не впливає на ціни банківських продуктів. Комерційні банки нагромаджують залучені ресурси, а за умови відсутності бажання вкласти ці кошти через небезпеку ризику повернення, виникає ресурсний надлишок. Усе це нівелює необхідність рефінансування, а відтак зводиться нанівець увесь трансмісійний процес через відсотковий канал. Більше того, практика діяльності НБУ у період кризи демонструє спотворення дії облікової ставки, коли фактичне зниження її рівня супроводжувалось одночасним підняттям процентів за кредитами комерційних банків.

Незначним залишається також вплив процентної ставки на добробут та капіталізацію фірм шляхом зростання обсягів інвестиційних вкладень. Причиною знову ж таки є відсутність належного розвитку фінансового ринку.

Зміна цін на активи, які належать домашнім господарствам призводять до зміни їх добробуту, а це впливає на їх рішення щодо заощаджень, споживання та інвестицій. Зміна цін на активи підприємств збільшують або зменшують обсяги ресурсів, які можуть бути спрямовані в інвестиції. Окрім цього, зниження цін на активи підприємств і населення знижують обсяги ліквідних коштів, які можуть бути спрямовані на погашення заборгованості за кредитами перед банками, що ускладнює виплату процентів і,

відповідно, призводить до зниження споживання і обсягу нових запозичень.

Розглядаючи даний канал, варто зауважити, що мова йде не лише про фінансові активи (грошові кошти як у національній, так і в іноземній валюті, цінні папери, боргові зобов'язання та право вимоги боргу), але й про реальні активи (майнові цінності: земля, нерухомість, дорогоцінні метали тощо).

Роль вагомого фактору впливу тут відіграє дисконтна політика центрального банку, яка безпосередньо впливає на розмір відсотка на грошовому ринку, який і визначає ціну вищезгаданих активів. При зниженні процентної ставки відбувається зростання попиту на гроші із загального портфеля активів, а це призводить до зростання цін активів, адже зменшення відсотку знижує дохідність грошей як активу [125, с. 16].

Ефект каналу зміни цін на активи відповідно до «грошового погляду» аналізу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики виражається через теорію q-Тобіна, яка описує механізм, за допомогою якого грошово-кредитна політика впливає на економіку через її вплив на оцінку звичайних акцій. Дж.Тобін визначає коефіцієнт q як відношення ринкової вартості компанії до вартості заміщення власного капіталу компанії, тобто відношення ринкової вартості акції компанії до балансової. Математично дане співвідношення розраховується наступним чином:

$$q = \frac{\text{(ринкова вартість активів + балансова вартість зобов'язань)}}{\text{(балансова вартість активів + балансова вартість зобов'язань)}} \quad (1.1)$$

Якщо q високий, ринкова ціна фірм є високою у порівнянні з заміщеною вартістю капіталу, а нові машини й устаткування є дешевшими по відношенню до ринкової вартості комерційних фірм, компанії можуть потім випустити акції і отримати високу ціну за них по відношенню до витрат на основні засоби, які вони купують. Таким чином, інвестиційні витрати зростуть, тому що фірми можуть придбати багато нових інвестиційних товарів при невеликому обсязі випуску звичайних акцій.

З іншого боку, коли q низький, фірми не будуть купувати нові інвестиційні товари, тому що їх ринкова ціна є низькою по відношенню до вартості капіталу. Якщо компанії хочуть придбати капітал, коли q низький, вони купують іншу фірму задешево й купують старий капітал натомість. Інвестиційні витрати потім будуть низькими.

Таким чином, існує зв'язок між q -Тобіна та інвестиційними витратами, який свідчить про те, що коли грошова пропозиція зростає, домашні господарства отримують більше коштів, ніж їм потрібно, а отже, намагаються зменшити запаси грошей за рахунок збільшення своїх витрат. Одним з таких місць, де домашні господарства можуть витратити більше грошей, виступає фондовий ринок, збільшуючи тим самим попит на акції, а отже, підвищуючи їх вартість [78, с. 43-44].

Низька дієвість дисконтної політики НБУ у механізмі монетарної трансмісії нівелює роль каналу цін активів, хоча це нанесло свій відбиток на падіння ціни заставних активів (нерухомості, цінних паперів) за наданими кредитами, а також зумовило зниження кредитоспроможності позичальників та скорочення обсягів банківського кредитування.

Відтак, оскільки дисконтна політика центрального банку не має необхідної результативності, сьогодні у вітчизняній практиці роль найбільш поширеного і дієвого фактору впливу на ціни активів, на превеликий жаль, відіграє лише валютний курс і його вплив настільки великий, що варто приділити йому увагу, розглядаючи як окремий об'єкт вивчення.

Канал валютного курсу є одним із головних каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, вплив якого на економіку проявляється через ефект зміни відносних цін і балансовий ефект для підприємств та фінансових посередників.

Ефект зміни відносних цін проявляється в зниженні попиту на вітчизняні товари і послуги, які стають дорожчими в порівнянні з імпортом, що змінює сукупний попит в економіці. Балансовий ефект зростання обмінного курсу національної валюти пов'язаний з наявністю в балансах підприємств і фінансових організацій зобов'язань в іноземній валюті. Якщо ці зобов'язання не покриваються на сто відсотків активами в іноземній валюті, зростання курсу може привести до зміни власного капіталу і витрат на обслуговування зобов'язань в іноземній валюті, що, в свою чергу, відбивається на витратах і запозиченнях.

Якщо резиденти країни є чистими дебіторами по відношенню до зовнішнього світу, то суттєве зростання обмінного курсу національної валюти призводить до поліпшення балансів (зниження вартості в національній валюті зобов'язань в

іноземній валюті), що може привести до зростання внутрішнього сукупного попиту в економіці країни. Таким чином, балансовий ефект може частково замінити, а в деяких випадках і перевершувати ефект зміни відносних цін, розглянутий вище.

У малих відкритих економіках зміна обмінного курсу впливає не тільки на сукупний попит, а й на сукупну пропозицію. Наприклад, ослаблення монетарної політики, яке призводить до зниження курсу національної валюти по відношенню до іноземної, веде до подорожчання імпорту в перерахунку на національну валюту і, відповідно, змушує підприємства підвищувати відпускні ціни навіть при відсутності зростання сукупного попиту в економіці. Необхідність підвищення цін обумовлена в даному випадку зростанням собівартості продукції за рахунок подорожчання імпортованих матеріалів, сировини, комплектуючих.

Якщо в країні використовується режим фіксованого або регульованого обмінного курсу, ефективність монетарної політики знижується, проте не усувається повністю. Навіть якщо обмінний курс абсолютно фіксований, монетарна політика може впливати на реальний курс через вплив на темпи зростання цін в економіці. Таким чином, монетарна політика зберігає здатність впливати на чистий експорт, проте в меншій мірі і з великими часовими лагами, ніж в умовах плаваючого валютного курсу [99].

Канал валютного курсу є найбільш поширеним і дієвим каналом у монетарній трансмісії нашої держави, який потребує спостереження зі сторони центрального банку, оскільки двоїстість наслідків, які мають кардинально протилежний характер, може призвести до диспропорцій в економіці, а то й до краху усієї грошово-кредитної системи. Гонитва за досягненням позитивних змін провокує паралельне зростання негативних, адже валютний курс впливає на курс національної валюти, змінюючи показники як сукупного попиту, так і пропозиції. Тонка грань впливу курсових змін на ціни внутрішнього ринку може значно перевищити обсяги зміни курсу.

У разі падіння ціни національної валюти, зменшується (знецінюється) вартість вироблених товарів і послуг, що зумовлює зростання попиту на них і, знову ж таки, зростання їх експорту, і хоча це тягне за собою необхідність збільшення обсягів виробництва та одночасно зростають витрати на ресурси, зменшуються реальні

доходи виробника. Також знецінення національної валюти автоматично збільшує розмір зовнішньої заборгованості та фінансових активів економічних агентів у іноземній валюті, а нарощення заборгованості негативно впливає на фінансовий стан підприємств і призводить до скорочення його вкладень у власне виробництво.

Курсові зміни впливають на ціну товарів, що імпортуються і змінюють купівельну спроможність населення. Двоjakим є вплив зміни величини валютного курсу на обсяги грошових нагромаджень, що, з одного боку, у разі збільшення сприяє зростанню інвестиційних вкладень, але, з іншого – активує підвищення рівня інфляції і призводить до зростання цін, девальваційних очікувань та наростання недовіри до національної грошової одиниці [118, с. 18].

Окрім «грошового підходу» щодо дослідження трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в економічній літературі використовується «кредитний підхід», який за своєю суттю є доповненням «грошового підходу», оскільки доповнює канали і змінні трансмісії сферою макроекономічного аналізу процесів пропозиції кредиту і можливостей підприємств запозичувати кошти. Даний підхід базується на тому, що існуючі недосконалості ринку капіталів перешкоджають ефективному функціонуванню фінансового сектора. Це призводить, з одного боку, до обмежень міжсекторального перетікання капіталу (фінансовий, реальний), з іншого, – до подорожчання кредиту, тобто до появи премії за зовнішнє фінансування, яку доводиться сплачувати підприємствам реального сектору на додаток до вихідної процентної ставки.

Ключовим моментом «кредитного підходу» є те, що центральний банк впливає не тільки на процентні ставки, але й на обсяги і вартість кредиту (розмір премії). Вплив здійснюється через зміну добробуту фірм, що виступає забезпеченням за кредитними операціями. Зв'язок між грошово-кредитною політикою і премією впливає з особливостей функціонування кредитного ринку. Її можна представити в наступному вигляді: внаслідок проведення центральним банком рестрикційної політики погіршується фінансове становище позичальників і знижується можливість нових запозичень, тим самим підвищується не тільки відсоток за кредитом, а й зовнішня премія, далі звужуються обсяги кредитування та інвестування, що призводить до нового витка погіршення фінансового стану позичальника. Тобто, чим

нижче добробут фірм, тим вони є менш кредитоспроможними, а значить, тим вище для них премія і нижча можливість запозичувати. Даний ефект впливу політики грошової влади на економіку називають «фінансовим акселератором» [158, с. 104-107]. Таким чином, премія виступає своєрідною «націнкою» банків-кредиторів до процентної ставки центрального банку, що зумовлено неможливістю банків адекватно оцінити рівень ризику щодо кредитування підприємств реального сектора економіки, які мають низький рейтинг на біржі або взагалі не є учасниками будь-якої біржі, а, отже, невідомими для широкого кола кредиторів. Схематично кредитний канал трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в рамках «кредитного підходу» можна відобразити наступним чином (рис. 1.6).

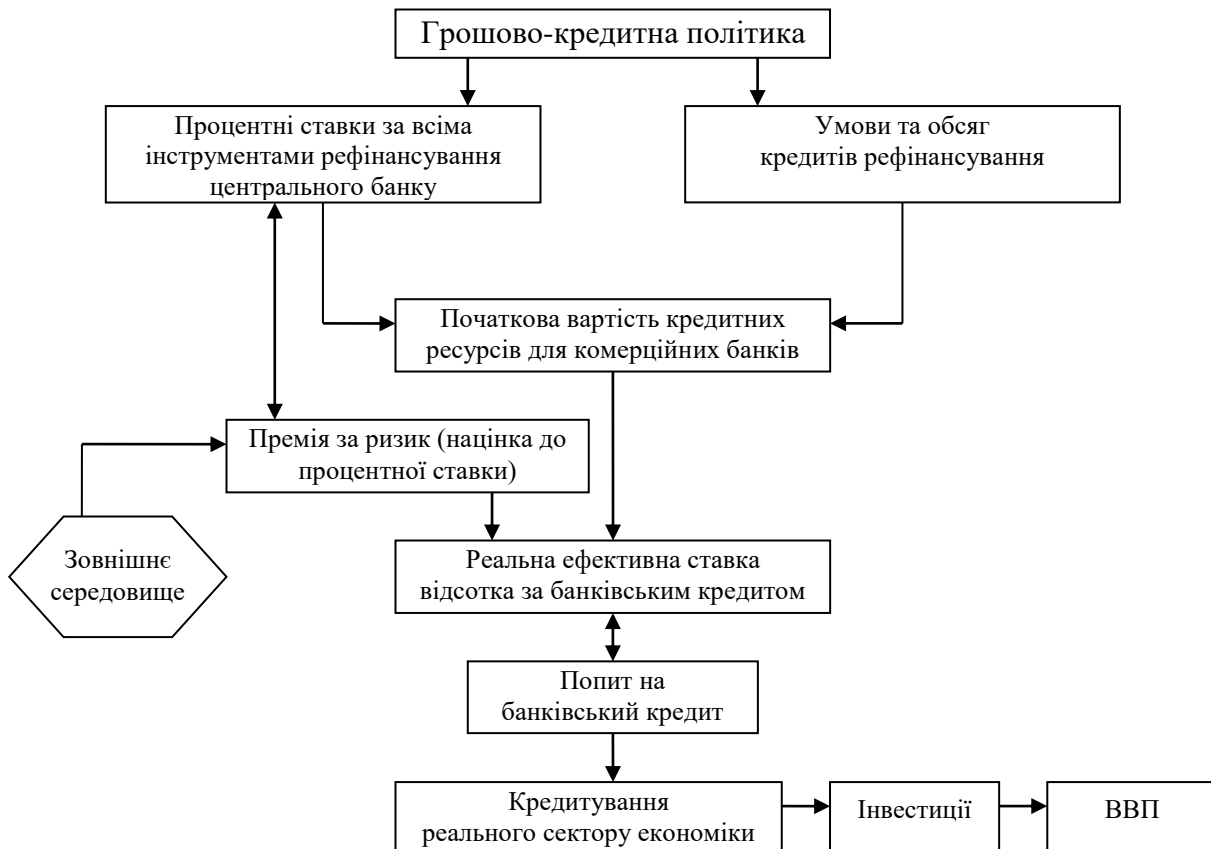


Рис.1.6. Структурно-логічна схема кредитного каналу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в рамках «кредитного погляду»

* Побудовано автором на основі джерела [131; 158, с.105]

В економічній літературі [131; 158] зазначається, що «кредитний підхід» реалізується в розвинутих економіках, однак, на нашу думку, кредитний канал трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в інтерпретації «кредитного підходу» є надзвичайно важливим для економіки країн що розвиваються, адже в силу

вищого рівня ризиків, пов'язаних із політичними, економічними та правовими дисбалансами розмір премії в таких країнах є досить високим. Тому центральному банку при реалізації кредитного каналу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики варто враховувати розмір премії під час зниження або підвищення процентних ставок за кредитами рефінансування. В цьому контексті необхідно виходити з оцінки реальної ефективної процентної ставки, яка включає в себе всі премії (націнки) банку-кредитора. Основними мотивами такої націнки можуть бути наступні: політичні ризики, які формують невизначеність щодо ведення бізнесу на середньострокову перспективу; ризики девальвації та інфляції; відсутність ринку застави; ймовірність рейдерських захоплень підприємств тощо.

Окрім розглянутих вище традиційних підходів до аналізу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, в економічній літературі, зокрема російським вченим С. Р. Мойсеєвим, виділяється третій підхід – «зі сторони пропозиції», в основі якого знаходиться пропозиція факторів виробництва. Оскільки фірми спочатку оплачують придбання ресурсів, а потім отримують виручку від продажу, зміна політики центрального банку впливає на попит на ресурси. Так, рестрикційна грошово-кредитна політика знижує попит на працю, капітал і тим самим веде до негативного шоку продуктивності. Такий підхід дає змогу розширити пояснення роботи трансмісійного механізму, оскільки розглядає економіку не тільки зі сторони сукупного попиту, але й зі сторони пропозиції [131; 158].

Як бачимо з рис. 1.7, трансмісійний механізм грошово-кредитної політики Європейського центрального банку адаптований до монетарного режиму інфляційного таргетування, де основною макроекономічною змінною виступає індекс цін. В силу специфіки грошово-кредитної політики ЄЦБ та механізму макроекономічного аналізу основним каналом трансмісійного механізму грошово-кредитної політики виступає процентний канал, а всі інші традиційні канали монетарної трансмісії йому підпорядковані.

Відповідно на сьогодні постає проблемне питання недокредитування реального сектору, який є основою конкурентоспроможності національної економіки, адже на ньому створюється значна додана вартість.

Таким чином, причинами обмеженості фінансових ресурсів суб'єктів господарювання є бюджетний дефіцит, інвестиційна непривабливість України через політичну та економічну нестабільність, продовження військових дій, що провокує зниження ділової активності підприємців та практично унеможлиблює залучення достатніх обсягів зовнішніх ресурсів. Саме тому вітчизняний банківський сектор мав би стати ключовим елементом, котрий дозволив би забезпечити стабільний розвиток реального сектору економіки, адже від параметрів його розвитку і функціонування залежать домінуючі характеристики економіки держави. Йдеться про обсяги інвестицій, міру зайнятості, обсяги виробництва та темпи інфляції. Але навіть якщо діяти зі сторони стимуляції зростання грошової маси і грошової бази, це не дасть бажаного результату – зростання банківського інвестування у реальний сектор, а призведе до нарощення банківської ліквідності понад ліміт і загрожуватиме стійкості курсу національної грошової одиниці, що потягне за собою падіння валютного курсу та зростання цін.

Канал суспільних очікувань (очікувальний канал) показує як міняють погляди на перспективу майбутнього суб'єкти економічних відносин протягом певного періоду. Тут йдеться про оцінку майбутнього стану економіки, очікуваного рівня цін, що напряму відбивається на прийдешньому обсязі попиту, а, відповідно, і виробництва, на обсязі заощаджень, а, відповідно, і вкладень (інвестицій). Саме довіра суспільства до дій центрального банку відіграє у цій ситуації ключову роль. Якщо макроекономіка держави залишається стабільною і зрозумілою протягом тривалого періоду часу та грошово-кредитна політика спрямовується на відповідні чітко визначені цілі, то рівень впливу даного каналу буде незначним. У випадку ж невизначеності розвитку економічної ситуації у стані поточного і перспективного ринку зароджуються песимістичні, недовірливі споглядання, що, відповідно, гальмують імпульси економічного розвитку. Негативна оцінка очікуваних сподівань дестабілізує роботу грошово-кредитної трансмісії, зумовлює зниження дієвості монетарних інструментів, порушуючи при цьому значення цільових орієнтирів.

Коли до відома загалу доходить інформація щодо нарощення грошової маси за рахунок додаткової емісії центрального банку, навіть шляхом рефінансування комерційних банків чи викупляючи ОВДП, це може дати поштовх падінню ціни

національної грошової одиниці та активному зростанню рівня інфляції. А це, в свою чергу, понесе негативну реакцію не лише даного каналу, а повністю дестабілізує увесь передавальний механізм грошово-кредитної політики.

Зміна інфляційних очікувань в результаті певних заходів грошово-кредитної політики спонукає до зміни процентної ставки на фінансовому ринку, або негативних наслідків зміни попиту на рух процентної ставки, а, отже, і витрат використання коштів як інвестицій та вибору домашніх господарств щодо споживання на кредитному ринку. І навпаки, за умови низької інфляції та обґрунтованості і стабільності інфляційних очікувань створюються умови для нарощення довготермінових інвестицій та заощаджень.

Зменшення інфляційних очікувань стимулює примноження заощаджень, знижує рівень витрат та вкладень, знижує інфляцію попиту.

В Україні велику роль відіграють девальваційні очікування. Це коли зниження курсу національної валюти стимулює активний ріст попиту на іноземну валюту, а відтак обумовлює додаткове небажане знецінення обмінного курсу національної грошової одиниці.

Також інфляційні та девальваційні припущення формують очікування намірів зміни цін на експорт та імпорт, адже в разі короткострокових девальваційних сподівань стримується експорт і додатково стимулюється імпорт, що дестабілізує зовнішньоторгівельний баланс країни.

Таким чином, на підставі дослідження теоретичних підходів до аналізу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в рамках різних економічних шкіл (теорій) сформувався сутність каналу грошово-кредитної трансмісії та перелік основних її каналів: грошовий, процентний, зміни цін на активи, кредитний, валютний та очікувальний. Однак, сучасні напрямки монетарних теорій виділяють досить широке коло нетрадиційних каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, які ототожнюються з ефектами дії монетарної трансмісії. (Додаток Е). Відтак для фахової оцінки нетрадиційних каналів та ефектів монетарної трансмісії, необхідно звернути увагу на сутність самого поняття каналу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики. Так, враховуючи теоретичні

концепції класичної кількісної, кейнсіанської та монетаристських теорій, а також визначення слова «канал» в тлумачних словниках (шлях поширення чого-небудь [206]) під каналом трансмісійного механізму грошово-кредитної політики варто розуміти напрямки впливу інструментів грошово-кредитної політики шляхом зміни монетарних індикаторів на певний цільовий орієнтир у вигляді макроекономічних (рівень цін, рівень ВВП) чи соціальних (рівень безробіття) показників.

Як видно з додатку Е, більшість нетрадиційних каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики побудована на основі традиційних каналів та відображає певний ефект впливу традиційного каналу на макроекономічні і соціальні змінні. Однак, незважаючи на вузький зміст нетрадиційних каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, на наш погляд, вони дозволяють здійснити широкий аналіз ефективності грошово-кредитної політики в цілому, відображаючи як позитивні, так і негативні ефекти монетарної трансмісії.

Варто зауважити, що окрім власне теоретичних підходів до обґрунтування сутності та структури трансмісійного механізму грошово-кредитної політики вагоме значення мають і практичні підходи до реалізації грошово-кредитної політики.

Одним із таких підходів є підхід Європейського центрального банку, який в рамках інфляційного таргетування дещо змінив уявлення про традиційну теоретичну конструкцію трансмісійного-механізму грошово-кредитної політики (рис.1.7).

Як бачимо з рис. 1.7, трансмісійний механізм грошово-кредитної політики Європейського центрального банку адаптований до монетарного режиму інфляційного таргетування, де основною макроекономічною змінною виступає індекс цін. В силу специфіки грошово-кредитної політики ЄЦБ та механізму макроекономічного аналізу основним каналом трансмісійного механізму грошово-кредитної політики виступає процентний канал, а всі інші традиційні канали монетарної трансмісії йому підпорядковані. Така ситуація пов'язана із високим рівнем регламентованості економічних відносин, відсутності монетарної інфляції та усталених традицій прогнозованості грошово-кредитної політики.

На практиці, для зміни приросту грошової маси, зміни цін на активи та валютного курсу ЄЦБ достатньо оголосити про зміну процентних ставок та у відведений час

змінити їх і такі дії вплинуть на інші монетарні індикатори, тоді коли центральні банки країн, що розвиваються, змушені використовувати весь інструментарій грошово-кредитної політики і задіювати всі канали монетарної трансмісії.

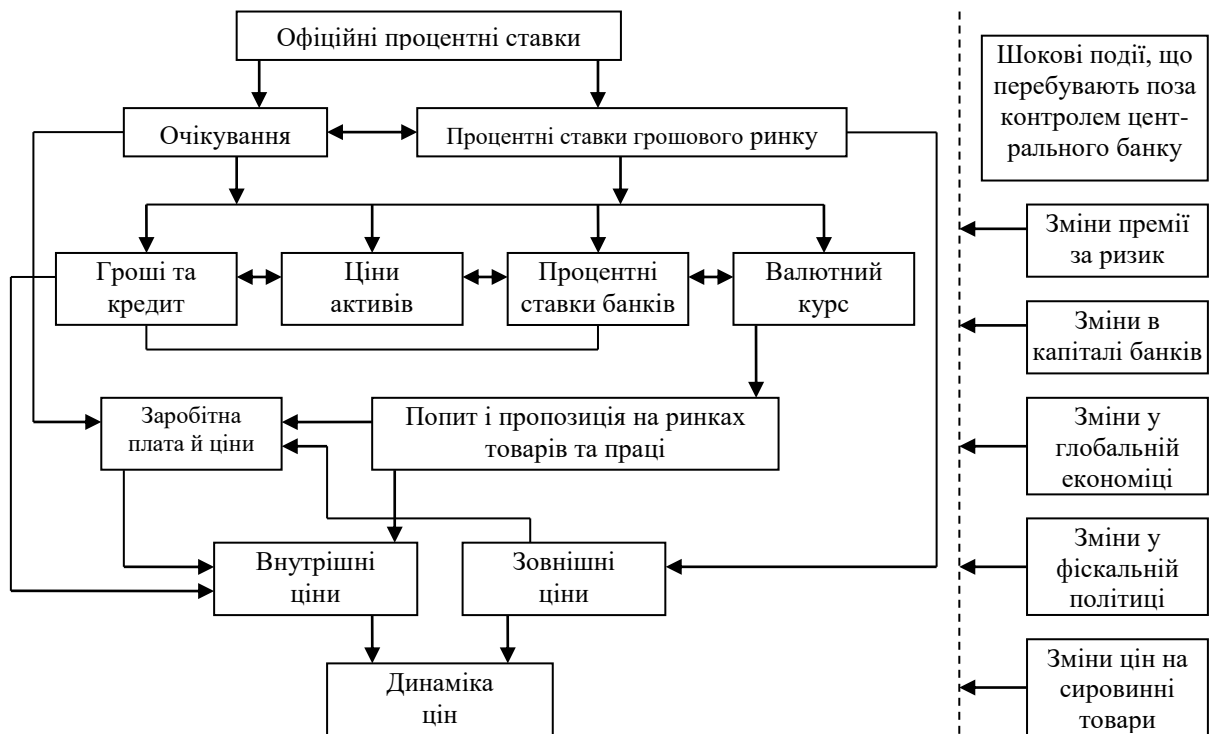


Рис. 1.7. Трансмійний механізм передачі імпульсів від офіційної процентної ставки до динаміки цін у системі ЄЦБ [249]

По мірі розвитку грошово-кредитної політики через використання нетрадиційних інструментів у рамках кількісного та кредитного пом'якшення, трансмісійні механізми грошово-кредитної політики провідних центральних банків світу зазнали певних змін, які ми можемо прослідкувати на прикладі Японії, як першої з-поміж інших розвинутих країн, монетарний трансмісійний механізм якої трансформувалася.

Грунтовне дослідження трансмісійного механізму грошово-кредитної політики Японії провів японський економіст І. Кікуо, який розширив традиційне уявлення структури самого трансмісійного механізму, обґрунтувавши не лише спрямованість інструментів грошово-кредитної політики у відповідності до її цілей, але й відобразивши ефекти каналів трансмісії на широке коло макроекономічних змінних (рис. 1.8).

Врахування ефектів каналів трансмісійного механізму та відображення їх впливу на певні макроекономічні змінні, на наш погляд, дозволило не лише упорядкувати аналіз ефективності грошово-кредитної політики, а сформулювати новий погляд – «ціновий», який відображає вплив зміни цін ресурсів грошового ринку та активів фірм через

балансовий ефект та ефект багатства на динаміку індексу цін.

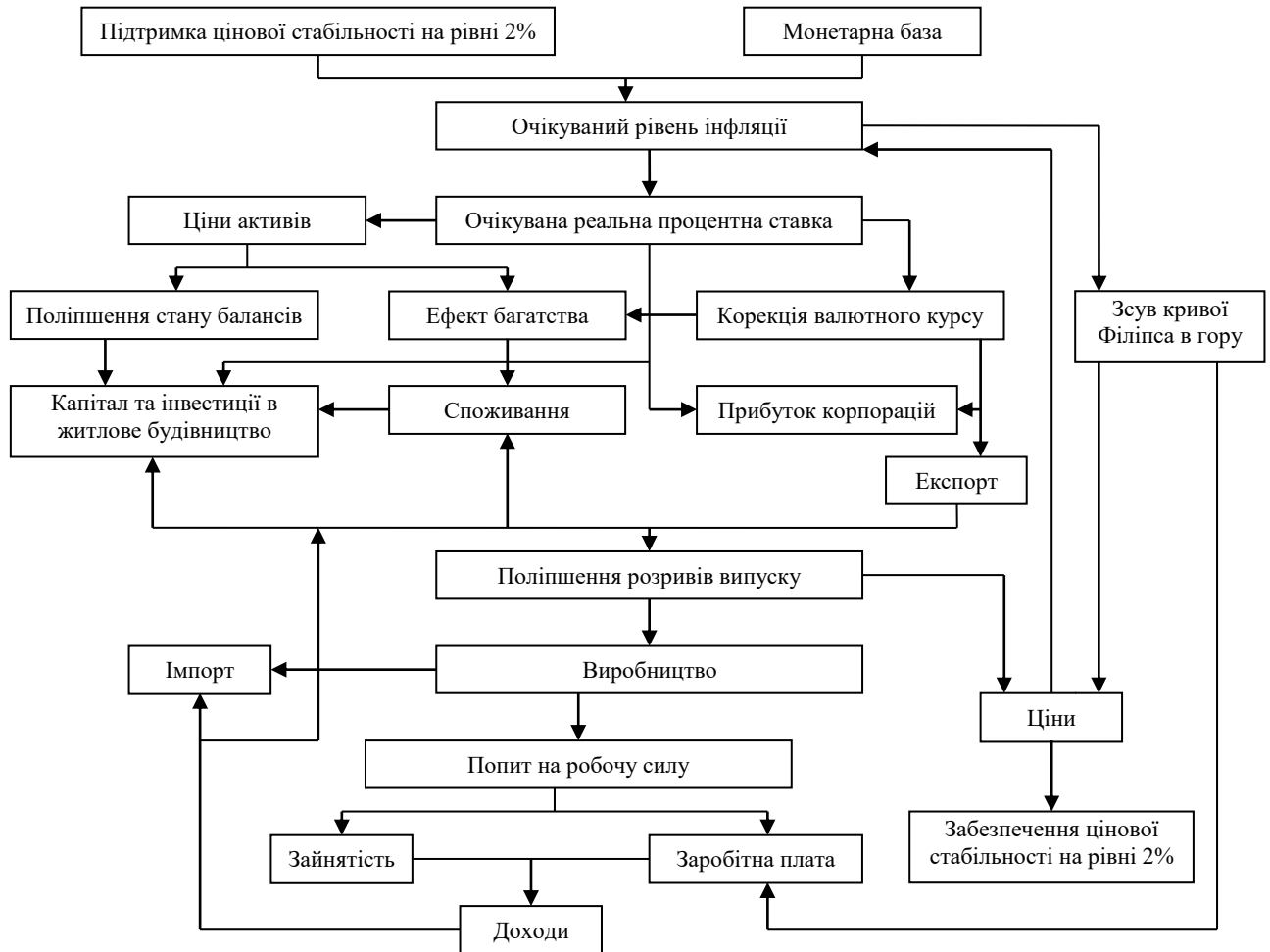


Рис. 1.8. Дія каналів трансмісійного механізму монетарної політики Банку Японії в умовах кількісного пом'якшення [240]

Тобто обґрунтована І. Кікуо структура трансмісійного механізму має якісно виражений характер передачі імпульсів грошово-кредитної політики через певні ефекти зміни цін на фінансові активи на динаміку індексу цін у відповідності до заявленої цілі центрального банку. Окрім цього І. Кікуо, по суті, відкидає гіпотези прямого впливу інструментів грошово-кредитної політики на макроекономічні змінні, а максимально відображає ланцюг імпульсів та ефектів каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики.

Аналізуючи основні теоретичні підходи до розуміння сутності трансмісійного механізму грошово-кредитної політики крізь призму класичних та неокласичних економічних теорій (Додаток Ж), можемо зробити висновок про неоднозначність, а в більшій мірі і вузькість трактування поняття «трансмісійний механізм грошово-кредитної політики» в сучасній вітчизняній і зарубіжній економічній літературі.

Розглянемо основні проблеми більш детально.

На наш погляд, сутність трансмісійного механізму грошово-кредитної політики впливає із базових основ її реалізації:

1) обов'язкова наявність цілі. Оскільки йде мова про механізм політики, а політика (як уже зазначалось раніше у питанні 1.2.) є цілеспрямованою дією певного органу державної влади на об'єкт управління (державу, економічну систему, банки, фірми тощо), то дія самого механізму грошово-кредитної політики залежить від її цілей. Механізм не може діяти сам по собі, оскільки всі рішення центральних банків в частині застосування того чи іншого монетарного інструменту чи зміни того чи іншого монетарного індикатора переслідують конкретну ціль як законодавчо закріплену (стабільність грошової одиниці, стабільність цін), так і в залежності від поточної ситуації на грошово-кредитному ринку (погіршення фінансової стійкості банків, кредитний бум, відтік депозитів);

2) визначене коло інструментів грошово-кредитної політики, за допомогою яких повинні бути досягнуті задекларовані цілі. Практика реалізації грошово-кредитної політики в умовах світової-фінансової кризи 2008-2009 років та в процесі подолання її наслідків доводить нам про повну заміну класичного інструментарію на нетрадиційні інструменти, такі як прямий викуп активів як в банківських, так і нефінансових корпорацій. Такий стан речей зобов'язує економічну науку широко підходити до вивчення інструментарію грошово-кредитної політики, враховуючи нетрадиційні інструменти прямої дії.

3) визначений перелік каналів, через які передаються імпульси впливу як інструментів грошово-кредитної політики, так і монетарних індикаторів не тільки на макроекономічні змінні, але й на соціальні. В цьому контексті виникає цілком резонне запитання. А чи не тотожними є поняття інструмент грошово-кредитної політики і монетарний індикатор?

Аналізуючи класичні ринкові інструменти грошово-кредитної політики у підрозділі 1.2, можна констатувати, що у зв'язку із складним механізмом впливу центрального банку на грошовий ринок, зокрема і економіку в цілому, інструменти грошово-кредитної політики описуються як «політика» і відображають зміну

динаміки монетарних індикаторів в залежності від цілей і ситуації на грошово-кредитному ринку. Наприклад, у зв'язку із погіршенням ліквідності банківських установ центральний банк може знижувати норму обов'язкового резервування і ключову відсоткову ставку з метою підвищення рівня ліквідності, а в умовах кредитного буму – навпаки підвищувати процентні ставки з метою недопущення перегріву економіки. За таких умов монетарний індикатор, з одного боку, є основним об'єктом впливу інструмента грошово-кредитної політики, а з іншого – орієнтиром для всіх економічних агентів. У випадку довгострокового збереження сталої величини монетарних індикаторів, вони стають тими орієнтирами розвитку економіки, які формують позитивні чи негативні ділові очікування. Таким чином, монетарний індикатор може мати вплив на стан економіки незалежно від впливу на нього інструменту грошово-кредитної політики, що, відповідно вимагає включити його у визначення трансмісійного механізму грошово-кредитної політики.

4) ефект впливу інструментів та каналів грошово-кредитної політики на макроекономічні і соціальні змінні та очікування економічних агентів. У додатку Е відзначилась доцільність виокремлення зворотної дії каналів грошово-кредитної політики, та запропоновано називати таку дію – ефектами інструментів та каналів грошово-кредитної політики. Серед основних таких ефектів варто виокремити наступні: ефект добробуту, балансовий ефект, ефект фінансового акселератора, ефект споживання, ефект прийняття ризику, депозитний ефект.

Таким чином, виходячи із вищенаведеного, під трансмісійним механізмом грошово-кредитної політики потрібно розуміти процес цілеспрямованого впливу певного поєднання інструментів грошово-кредитної політики (в залежності від ситуації на грошовому ринку та в економіці) на макроекономічні і соціальні параметри шляхом передачі імпульсів зміни монетарних індикаторів через вибрані передавальні канали, а також шляхом активізації ефектів прямої і зворотної дії на поведінку економічних агентів з метою досягнення задекларованих цілей. В теорії і на практиці функціонування трансмісійного механізму грошово-кредитної політики відбувається в декілька етапів:

1. Вибір цілей грошово-кредитної політики відповідно до яких вибирається

монетарний режим (таргетування грошових агрегатів, таргетування валютного курсу, таргетування інфляції, грошово-кредитна політика без номінального якоря).

2. Вибір монетарного режиму та проміжних цілей грошово-кредитної політики (валютно-курсова стабільність).

3. Вибір каналів монетарної трансмісії. На практиці, всі канали монетарної трансмісії є задіяними в процесі передачі імпульсів інструментів грошово-кредитної політики, однак відповідно до монетарного режиму один чи декілька каналів монетарної трансмісії є головними. Наприклад, при таргетуванні грошових агрегатів, грошовий і кредитний канали будуть головними, при таргетування валютного курсу – валютний канал тощо.

4. Вибір монетарних індикаторів як об'єктів впливу інструментів грошово-кредитної політики. Серед головних монетарних індикаторів варто відмітити: процентні ставки грошового ринку, обсяг кредитів та грошової маси, ліквідність банків, дохідність акцій і облігацій, валютний курс.

5. Прояв впливу інструментів грошово-кредитної політики та монетарних індикаторів через канали трансмісії на макроекономічні змінні, який виражається в дії певних ефектів на доходи, споживання, заощадження та інвестиції (рис. 1.9).

Так, ефект добробуту виникає внаслідок зростання ставок дохідності за акціями та облігаціями, а також внаслідок зниження процентних ставок за кредитами та ревальваційних тенденцій, що призводять до зростання вартості фірм. Ефект добробуту посилюється балансовим ефектом, який призводить до зростання прибутковості фірм, зростання заробітних плат, заощаджень і споживання, а також інвестицій. Балансовий ефект проявляється в збалансуванні експорту та імпорту, що позитивно впливає на динаміку валютного курсу і курсову стабільність в цілому. Зростання прибутку фірм і банків, заощаджень призводить до зростання інвестицій, а отже і виробництва. Зміна норми заощаджень разом із зміною процентних ставок породжують депозитний ефект, який відображається на ліквідності банківської системи та обсягах кредитування. Зростання прибутків, заробітних плат та сукупних доходів призводить до активізації ефекту споживання, який стимулює попит на товари, а, отже, призводить до зростання виробництва.

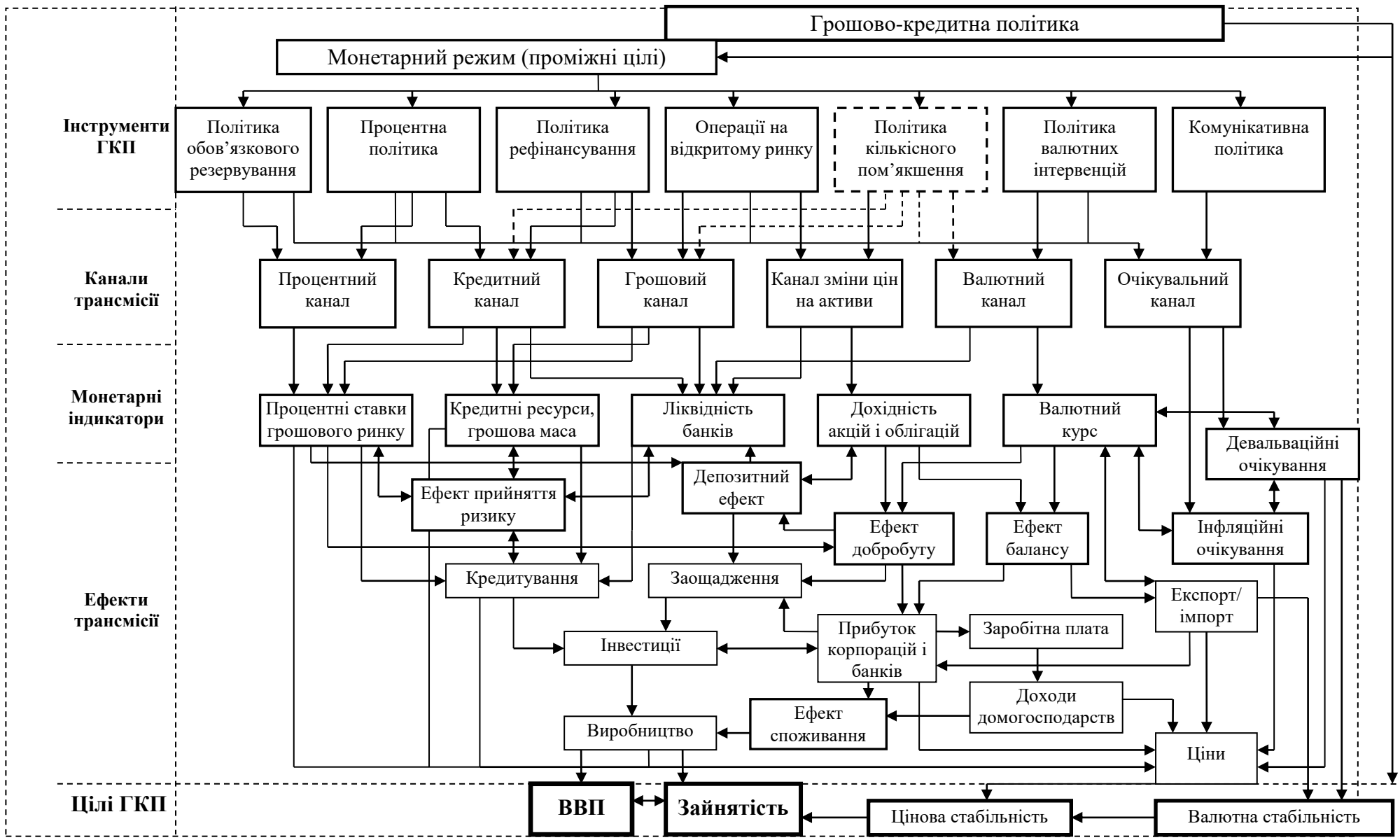


Рис. 1.9. Структурно-логічна схема сучасного трансмісійного механізму грошово-кредитної політики

Особливу увагу варто приділити ефекту прийняття ризику, який містить негативний підтекст, оскільки відображає ситуацію, коли в умовах низьких відсоткових ставок та доступності кредитів рефінансування, банки, з метою розширення своєї діяльності та отримання високих прибутків, знижують вимоги до кредитоспроможності позичальників і, таким чином, беруть на себе вищий ризик, що в цілому може негативно позначитися на стійкості і ліквідності банківської системи та призвести до кризи. Однак процентний і кредитний канал майже завжди є головними каналами трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, здійснюючи вплив на обсяги банківського кредитування і, в кінцевому підсумку, на інвестиції.

Важливе місце в сучасній грошово-кредитній політиці займає комунікативна політика, в ході реалізації якої центральний банк, шляхом попереднього оголошення своїх намірів, може керувати діловими очікуваннями економічних агентів, і таким чином, не змінювати значення головних монетарних індикаторів або змінювати їх в незначному діапазоні. Ефекти девальваційних та інфляційних очікувань, поєднуючись із зміною балансу експорту та імпорту, впливають на валютну стабільність, а разом із процентними ставками грошового ринку, обсягом грошової маси, доходами фірм і домашніх господарств, впливають на рівень цін, які спільно із курсовою динамікою відображають рівень цінової стабільності. Всі ефекти та канали в сукупності спрямовані на стимулювання інвестицій та досягнення стратегічних цілей грошово-кредитної політики – зростання ВВП і зайнятості.

Побудована нами структура трансмісійного механізму грошово-кредитної політики спрямована на розширення меж теоретичного та практичного аналізу передавальних процесів в сфері реалізації грошово-кредитної політики, а також на формування комплексної оцінки грошово-кредитної сфери в державі.

Висновки до розділу 1

Дослідження теоретичних засад макроекономічної і фінансової стабільності, а також ролі центрального банку в частині їх забезпечення дало змогу робити наступні висновки:

1. Вивчення наукової літератури та ретроспективний аналіз економічних

процесів дав змогу прослідкувати еволюцію поняття «макроекономічна стабільність», яке походить від вчення про макроекономічну рівновагу і в сучасній науковій думці пояснюється з позицій стійкості економічної системи до проявів різних шоків та системних ризиків, що не дає змоги сформулювати єдиний підхід до розуміння даного поняття. Систематизуючи існуючі на сьогоднішній день наукові підходи до визначення сутності поняття «макроекономічна стабільність», можна зробити висновок про те, що під час дослідження сутності даної дефініції потрібно враховувати три ключових аспекти: 1) розуміння сутності поняття «стабільність»; 2) необхідності розв'язання дилеми «макроекономічна стабільність – економічне зростання»; 3) врахування не тільки збалансованості макроекономічних показників, а й функцій ключових макроекономічних інституцій, результатом стабільної і ефективної реалізації яких є досягнення макроекономічної стабільності. З цих позицій під макроекономічною стабільністю в дисертації запропоновано розуміти такий довготривалий динамічний стан економіки країни, який відображає ефективну реалізацію функцій державних інституцій в поєднанні із досягненням збалансованості ключових макроекономічних показників (інфляція, валютний курс, рівень безробіття, сальдо платіжного балансу) та є базовою вихідною умовою для сталого економічного зростання.

2. Спорідненим поняттям до макроекономічної стабільності є макроекономічна нестабільність, трактування сутності якого теж не знайшло єдиного підходу, що пов'язано із різноманітністю наукових методів дослідження. Однак, аналізуючи сучасну економічну літературу та систематизуючи наукові підходи до розуміння сутності макроекономічної нестабільності, в дисертації виокремлено чотири базові опори даної дефініції, а саме: теорія «провалів ринку», теорія «провалів держави», теорія хаосу та концепція турбулентності, які дали змогу узагальнити сутність макроекономічної нестабільності під якою запропоновано розуміти такий тривалий динамічний стан, який відображає хаотичну зміну ключових макроекономічних показників (ВВП, інфляція, валютний курс, грошова маса, сальдо платіжного балансу) разом із розбалансованістю і зниженням ефективності реалізації функцій головних державних інституцій, що призводить до уповільнення економічного зростання або прояву кризових явищ.

3. За аналогією до макроекономічної нестабільності в дисертації обґрунтовано поняття фінансової нестабільності, яка відображає такий стан фінансової системи країни та динаміку фінансових взаємовідносин, який характеризується хаотичним відхиленням ключових фінансових показників (валютний курс, інфляція, відсоткові ставки, динаміка кредитів та депозитів) від фундаментальних значень, а також розбалансованістю у реалізації функцій фінансової та банківської систем.

4. Досліджуючи теоретичні підходи до розуміння сутності фінансової стабільності в дисертації, зроблено висновок про те, що фінансова стабільність охоплює різні елементи фінансової системи: інфраструктуру, інститути і ринки, від стабільного функціонування яких залежить її здатність протистояти шокам і системним ризикам. Фінансова інфраструктура охоплює взаємопов'язану сукупність фінансових інституцій – банків, фінансових компаній, органів монетарної та фіскальної влади. Інститути, в розумінні західної економічної теорії, означають закони і «правила гри» в економіці, тому ефективність законів та інших правових норм виступатимуть запорукою досягнення фінансової стабільності. Ринки відображають динаміку фінансової стабільності через динаміку ключових індикаторів фінансової стабільності, якими, на наш погляд, повинні бути наступні: інфляція (товарний ринок); валютний курс (валютний ринок); процентні ставки (грошовий ринок і ринок капіталів). Таким чином, з цих позицій фінансова стабільність - це такий стан фінансової системи і фінансових взаємовідносин в країні, який характеризується збалансованим і взаємоузгодженим функціонуванням всіх фінансових інституцій, стабільною динамікою розвитку фінансових і товарних ринків, а також здатністю фінансової системи ефективно реалізовувати функції фінансового посередництва з метою досягнення сталого економічного зростання.

5. Крах фінансових ринків і фінансових компаній (не тільки банків), що мав значний негативний вплив на реальний сектор економіки та сектор домашніх господарств, зумовив необхідність кардинального перегляду функцій центральних банків та інструментів грошово-кредитної політики, адже основних класичних функцій центральних банків (емісія грошей, банк банків, банк уряду та реалізації грошово-кредитної політики) було не достатньо для стабілізації фінансових ринків.

Відтак, нові виклики і завдання, які постали перед центральними банками у сфері забезпечення фінансової стабільності та підтримання економічного зростання поступово еволюціонували у функції, розширюючи роль центральних банків в економіці. Таким чином, у дисертації обґрунтовано функції забезпечення фінансової стабільності та підтримки економічного зростання в якості нових нетрадиційних функцій центрального банку, які визначають його сутність і призначення в економіці.

6. Враховуючи еволюцію функцій і ролі центрального банку, в дисертації запропоноване авторське визначення центрального банку як інституту державної влади, наділеного монопольним правом емісії грошей і організації грошового обігу та повноваженнями у сфері регулювання банківської системи і розвитку фінансових ринків шляхом реалізації таких його функцій як: реалізація грошово-кредитної політики, забезпечення фінансової стабільності та підтримання сталого економічного зростання.

Основні положення першого розділу знайшли відображення в публікаціях дисертанта [111; 161; 162; 165; 166; 167; 171; 175; 178]

РОЗДІЛ 2

ПРАКТИЧНІ ЗАСАДИ РЕАЛІЗАЦІЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНИМ БАНКОМ УКРАЇНИ

2.1. Цільова спрямованість грошово-кредитної політики та її вплив на економічний розвиток

Вже декілька років поспіль в Україні спостерігається ситуація економічної нестабільності, що супроводжується спадом ВВП, крахом фінансово-банківської системи, кардинальним погіршенням життєвого рівня населення, банкрутством та нерентабельністю підприємств реального сектору тощо. Водночас, рівень вказаних показників залежить від ефективності грошово-кредитної політики НБУ, напрям реалізації та інструменти якої багато в чому обумовлюються саме її цільовим орієнтиром. Цільова спрямованість монетарної політики також впливає й на специфіку ведення банківського бізнесу в країні й методів, за допомогою яких комерційні банки здійснюють діяльність.

Якщо вести мову про значимість вірного вибору цільової спрямованості грошово-кредитної політики, то в даному контексті слід вказати, що саме на сьогодні від неї залежить ефективність фінансової та банківської систем країни й відповідно притік та відтік грошових ресурсів в різні сектори згідно цілей економічного розвитку. Відтак, монетарний устрій має забезпечити умови, за яких узгоджуватимуться цілі забезпечення фінансової стабільності держави, що відіграватиме позитивну роль на кожному суб'єкті економічних та суспільних процесів, в тому числі й населенні. Адже повнота реалізації потреб економічних суб'єктів автоматично сприятиме досягненню загальноекономічних цілей держави за умови ефективно діючої грошово-кредитної політики.

Власне на вибір цільового орієнтира грошово-кредитної політики впливають ряд факторів. Це зокрема й економіко-політична ситуація в країні, й економічний цикл, в якому перебуває держава, адже цілі монетарної політики повинні перегукуватись із макроекономічними цілями й узгоджуватись із фіскальною,

валютною та зовнішньоекономічною політиками, але завжди мати на меті досягнення чи підтримання фінансової стабільності. Так, стратегічні цілі грошово-кредитної політики можуть бути наступними: економічне процвітання країни; забезпечення високого рівня зайнятості; зростання реального обсягу виробництва; підвищення ВВП; піднесення добробуту населення; підтримання низьких темпів інфляції та стабільності грошової одиниці; сприяння сталості банківської процентної ставки; регулювання стабільності на валютних ринках тощо.

Проаналізуємо особливості визначення цільового орієнтира в Україні. На ефективність реалізації монетарної політики НБУ та на його цільову орієнтацію впливає питання вибору його основної функції. Так, стабільність грошової одиниці, згідно Конституції, є основною функцією НБУ. Хоча, якщо прослідкувати зміну мети грошово-кредитної політики в історичній ретроспективі, то дана функція вказувалась регулятором як основна лише до 2013 р., в подальшому зазначається цінова стабільність (Додаток 3). Другим пріоритетом визначено підтримання фінансової стабільності. Слід зазначити, що цінова стабільність як ціль ГКП вказується поряд з іншими складовими й Банком Англії (підтримка стабільності цін і забезпечення економічного зростання), Федеральної резервної системи США (мінімізація безробіття, підтримка стабільності цін й забезпечення стабільності фінансової системи), Австралії (стабільність національної валюти, забезпечення зайнятості й сприяння економічному розвитку держави), Японії (цінова та фінансова стабільність), Швеції (забезпечення цінової стабільності та платіжної системи), Швейцарії, Чехії, Туреччини, Угорщини, Польщі (цінова стабільність та сприяння економічному розвитку), Китаю (стабільність національних грошей, що має зумовити економічний розвиток і стійкість фінансової системи) тощо.

Пріоритетною ціллю функціонування ЄЦБ також є забезпечення цінової стабільності та сприяння економічного розвитку країн-членів ЄС. У цьому контексті слід відмітити, що досі відсутнє точне формулювання цінової стабільності. До прикладу, в огляді Банку Англії «Мистецтво інфляційного таргетування-2012» [143] можна знайти наступні рядки: «Загальна думка полягає в тому, що при перевищенні порога в 3-4% інфляція призводить до надмірних видатків на підтримку рівня

добробуту, тоді як імовірний виграш від інфляції нижче 2% навряд чи переважає переваги позитивного таргету інфляції». Тому стабільність грошової одиниці, яка виражається через стабільність цін на товари та послуги, кредитні ресурси й обмінний курс валюти, є відносною величиною, адже неможливо забезпечити постійну незмінність вказаних показників. Також не існує точного показника оптимального рівня інфляції в країнах, які перейшли на інфляційне таргетування (ІТ). Так, її рівень варіював від 1-3% (Ізраїль, Нова Зеландія) і 2% (Великобританія, Швеція) до $8,7 \pm 2\%$ (Гана). При цьому Чехія та Перу визначали цільову інфляцію як $2 \pm 1\%$, а Канада - 2%. В інших країнах цільова інфляція була вищою: Австралія - 2–3%, Вірменія - $4 \pm 1,5\%$, Бразилія - $4,5 \pm 2\%$ тощо [133].

Якщо проаналізувати зарубіжний досвід, то слід зауважити, що у провідних країнах світу, в яких центральний банк вказав основною ціллю цінову стабільність, у кризовий період ризики здійснення банківської діяльності посилились, що чітко відобразилось на таких показниках як збільшення частки проблемних кредитів й утворення «бульбашок» на ринку активів, підсумком чого стало посилення кризових явищ. Тому такі центральні банки почали регулювати ціни на фінансовому ринку, здійснюючи валютні інтервенції й підвищуючи проценти, що негативно відобразилось на реальному секторі економіки внаслідок спотвореного ціноутворення на різні види активів.

Незважаючи на вказані нюанси, НБУ фактично з 2014 р. в Основних засадах грошово-кредитної політики визначає інфляційне таргетування як ціль ГКП. Не підпадає сумніву й той факт, що регулятор буде продовжувати свою політику в контексті таргету інфляції, адже в Постанові від 18.08.2015 року № 541 «Про основні засади ГКП на 2016 – 2020 роки» було задекларовано перехід до інфляційного таргетування до досягнення показника в 5% [149]. В Основних засадах грошово-кредитної політики на 2017 р. НБУ проголошує: «...пріоритетна ціль ГКП полягає в зниженні інфляції (за індексом споживчих цін) до рівня однозначного показника та утримання її на такому рівні в середньостроковій перспективі... Монетарним режимом для забезпечення пріоритетної цілі є інфляційне таргетування... Завданням ГКП у середньостроковій перспективі є зниження темпів інфляції до 5% на рік із

допустимим відхиленням $\pm 1\%$ » [149]. Таке декларування однозначних показників інфляції може спричинити необхідність здійснення жорсткої ГКП, що негативно позначиться на кредитуванні реального сектору.

Водночас, скопіювавши класичну модель, яку використовували провідні країни світу, НБУ не врахував, що ефект від її дії стане кардинально протилежним для умов, в яких перебуває економіка України. Так, за словами професора А.С. Гальчинського: «Вона не враховує структурну двоїстість інфляційного процесу, поєднання в ньому так званої інфляції попиту, яка має монетарну природу і дійсно стримується стисненням пропозиції грошей, і так званої інфляції витрат, яка формується на іншій, немонетарній основі. Підвищення тарифів - це один з прикладів інфляції витрат. Їх регулювання - функція не НБУ, а уряду. У цьому разі стискання пропозиції грошей дає негативний ефект» [137].

Крім того, однією із слабких сторін режиму інфляційного таргетування є значне зниження ефективності дій НБУ у разі відсутності довіри суспільства до політики центрального банку, що в Україні останніми роками проявляється досить чітко.

Разом з тим, виконання вказаної функції НБУ і в тому спрощеному варіанті, в якому вона зазначена, неможлива в повному обсязі, принаймі виключно інструментами монетарної політики, адже вона тісно пов'язана з такими поняттями, як фінансова стабільність, зайнятість, економічне зростання. Відтак, забезпечення стабільності національної грошової одиниці має бути реалізоване спільними зусиллями уряду та НБУ [35].

Слід відмітити, що багато високорозвинутих держав, до прикладу США, поряд із ціллю забезпечення стабільності цін чи грошової одиниці ставлять за мету й досягнення інших цілей, таких як, наприклад, зниження рівня безробіття. Якщо розглянути можливість розширення функцій НБУ у вказаному контексті, то одразу слід проаналізувати наступні моменти. Так, розглянемо приклад США, де станом на вересень 2017 р. безробітними були всього 4,3% населення, що цілком відповідало вказаним ФРС цілям. Разом з тим, якими методами в Україні за сучасних умов реально забезпечити такий рівень безробіття та й чи має змогу регулятор вплинути на його рівень тими інструментами, які є у його арсеналі? Слід зазначити, що Е. Фелпс,

лауреат Нобелівської премії ще у 2006 р. доводить, що монетарна політика в довгостроковому періоді не має змоги забезпечити низьке безробіття без пришвидшення при цьому інфляційних процесів. Таким чином, відомий економіст запропонував замість статистичної кривої Філіпса (базується на виборі в певний часовий момент безробіття або інфляції) динамічну модель (із елементом очікування). Згідно його вчення, якщо на сьогодні доцільно забезпечити низьке безробіття, то згодом слід очікувати підвищення інфляції. А це, в першу чергу, не буде сумісним із основною функцією НБУ – забезпечення стабільності гривні.

Також ще однією з функцій зазначається забезпечення економічного зростання чи фінансової стабільності. Звичайно, від центральних банків країн здебільшого й залежить їх досягнення, проте чи може в нашому випадку НБУ забезпечити їх самотійно, без підтримки уряду? Так, центробанк України може лише наявними в нього засобами та інструментами створити відповідне сприятливе середовище для забезпечення росту ВВП та стабілізації фінансової ситуації, однак аж ніяк самотужки спричинити підвищення вказаних показників.

Якщо проаналізувати діяльність НБУ саме в даному контексті, то слід зазначити, що обрання за ціль монетарної політики інфляційне таргетування аж ніяк не відповідало меті забезпечення фінансової стабільності та акселерації економічного зростання, адже більшість негативних явищ в економіці країн були зумовлені саме девальвацією національної валюти, що стимулювало ріст цін не лише на енергоносії, а й в кінцевому підсумку на всі групи товарів, знецінюючи гривневі заощадження та зумовлюючи тотальне зубожіння більшості населення країни. При цьому, саме девальвація гривні викликала інфляційні процеси в країні, а не навпаки.

Крім того, специфіка нашої економіки така, що НБУ може впливати лише на інфляцію попиту, практично не впливаючи на інфляцію витрат, яка в умовах високовитратного виробництва та морально застарілих технологій відіграє не останню роль у розкручуванні інфляційних процесів. Вказані чинники негативно відображались й на фінансовій стабільності країни та на її економічному зростанні, що досить відчутно проявилось в показниках темпів зростання ВВП.

Слід зазначити, що на думку академіка НАН України Б. Данилишина, є певні

критерії, за якими можна визначити чи буде успішним інфляційне таргетування в країні, зокрема це такі: незалежність центрального банку; значна здатність його працівників до точного прогнозування; незначна залежність від цін на продукцію експорту і імпорту; незалежні ціни всередині країни; незначне коливання курсу національної валюти; незначна доларизація економіки; ефективно функціонуючий банківський й фінансовий сектори, що здатні забезпечити належну дію трансмісійного механізму [47]. Якщо проаналізувати ситуацію в нашій державі, то нею в повній мірі виконується лише перший з них.

Розглянемо особливості здійснення інфляційного таргетування в країнах, що розвиваються, зокрема, виділивши наступні головні аспекти: регулятор має змогу змінювати як цільовий рівень інфляції, так і період, через який він зможе бути досягнутий, що апріорі створює недовіру як до центрального банку, так і до режиму таргетування; ефективність проведення інфляційного таргетування в значній мірі визначається довірою господарюючих суб'єктів до режиму, чого можна досягнути шляхом проведення жорсткої політики «дорогих» грошей протягом тривалого часу через підтримку на значному рівні ключової процентної ставки. Така політика негативно відображається на зарплатах та економічному зростанні держави, що може негативно позначитись на очікуваннях домашніх господарств; здебільшого, перш ніж перейти до інфляційного таргетування країни попередньо застосовували режим плаваючого валютного курсу, адже значна курсова мінливість при цьому може негативно відобразитись на економічній ситуації країни; інфляційне таргетування може себе не виправдати в кризових умовах, адже вплив процентної ставки на інфляційні процеси в умовах нестабільності не є значним.

Таким чином, враховуючи всі вищевказані нюанси, можемо зробити висновки, що не може НБУ в повній мірі повпливати на фактори, які забезпечують успішність ІТ. А це, зі свого боку, може достатньо ускладнити процес управління інфляційними процесами та забезпечення фінансової стабільності в країні.

Розглянемо, яким чином грошово-кредитна політика НБУ та обрання ним за ціль управління інфляцією вплинули на фінансову стабільність та економічний розвиток нашої держави. Проаналізуємо в першу чергу рівень доларизації економіки,

а саме кредитного і депозитного портфелів банків (рис. 2.1), адже вказаний показник свідчить про довіру економічних агентів до власної грошової одиниці, а відтак, й в певній мірі відображає їх інфляційні та девальваційні очікування, які спричиняють суттєвий дестабілізаційний вплив на фінансовий сектор України.

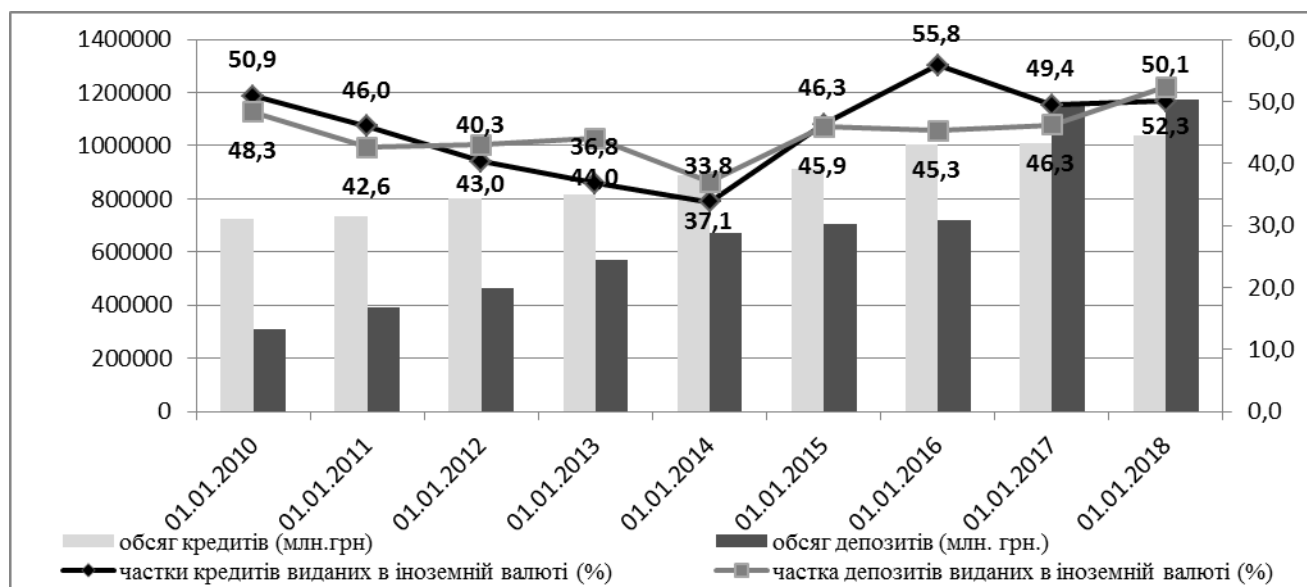


Рис. 2.1. Динаміка обсягу кредитного і депозитного портфелю та рівень їх доларизації за 2010- 2018 рр.*

*Розраховано автором на основі даних [149]

Як можна побачити на рис. 2.1, з 2010 по 2014 рр. був присутній спадний тренд доларизації кредитів – якщо станом на початок 2010 р. частка виданих кредитів в іноземній валюті становила практично 51%, то вже на початку 2014 р. – майже 34%. Проте з 2014 р. можемо спостерігати значний скачок у доларизації кредитів – до 55,8% у 2016 р. Загалом, станом на початок 2018 р. показник становив 50,1%, що є досить загрозливою ситуацією для банківського сектора країни, адже половина кредитного портфеля банків є валютним. Не краща ситуація й з депозитним портфелем – так, найнижчим був показник доларизації депозитів (так само як і кредитів) у 2014 р. – всього 37,1%. Хоча вже у 2018 р. ця частка склала 52,3% - практично половину депозитного портфеля, і це при тому, що обсяг депозитів у 2017 р., порівняно із минулим роком зріс на 432,5 млрд. грн., тобто практично на 40%.

При цьому слід зазначити, що доларизація кредитів для населення станом на 01.01.2018 р. становила близько 53%, депозитів – майже 55%. Для юридичних осіб була характерна трішки інша ситуація – доларизація кредитного портфеля становила майже 48%, депозитного – 39%.

Проаналізуємо динаміку інфляційних очікувань домогосподарств (рис. 2.2).

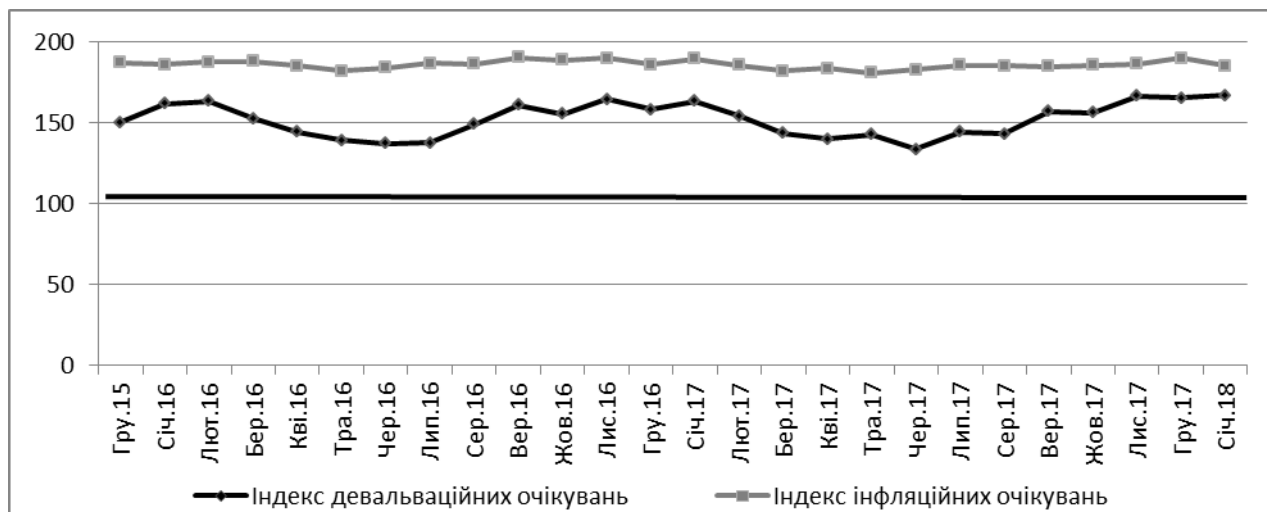


Рис. 2.2. Динаміка індексів девальваційних та інфляційних очікувань домогосподарств за 2015-2018 рр **

*Як зазначають аналітики GfK Ukraine, значення вказаних індексів обчислюють таким способом: від частки відповідей, що свідчать про зростання інфляції, девальвації, віднімають частку відповідей, що свідчать про зменшення інфляції, девальвації, і до цієї різниці додають 100, щоб уникнути появи від'ємних величин. Значення цих індексів можуть змінюватися в межах від 0 до 200. Наприклад, значення індексу дорівнює 200, якщо всі громадяни передбачають зростання інфляції чи девальвації.

**Розраховано автором на основі даних [149]

Як видно з рис. 2.2, як девальваційні, так і інфляційні очікування населення є дуже високими – станом на початок 2018 р. індекс девальваційних очікувань склав 167, в аналогічний період минулого року 163,7. Значно вищими є індекси інфляційних очікувань – 185,3 та 189,6 відповідно. Відтак, такі значні показники очікувань населення негативно відображаються на можливостях економічного росту нашої країни, а це, в свою чергу, не дозволяє в короткостроковій перспективі відновити її фінансову стабільність. Розглянемо динаміку інфляційних очікувань в розрізі суб'єктів (рис. 2.3).

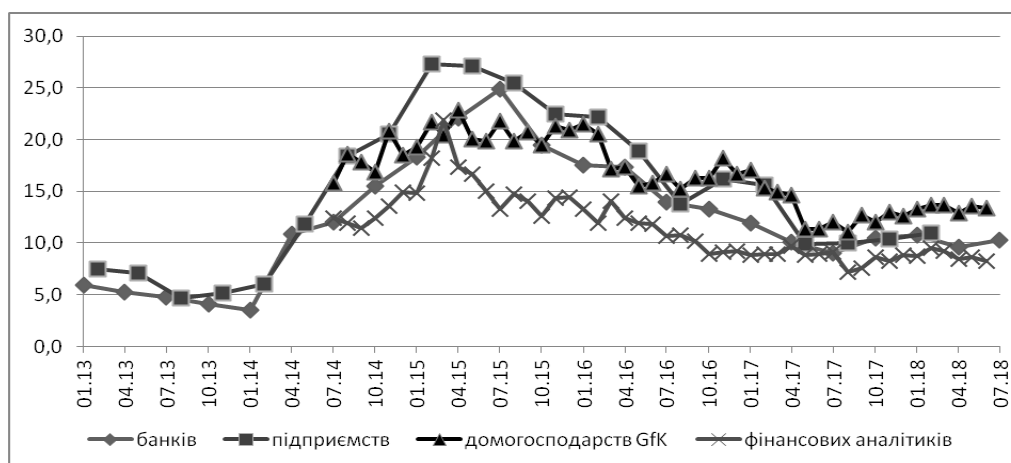


Рис. 2.3. Динаміка індексу інфляційних очікувань за 2013-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Як можемо побачити з рис. 2.3, індекс інфляційних очікувань за даними регулятора найвищим був в 2015 р., із спадною динамікою до 2018 р. При цьому найвищий рівень песимістичних настроїв спостерігався у підприємств та домогосподарств, а найнижчий – фінансових аналітиків. Досить суттєво впливає на нестабільність грошово-фінансового ринку України суттєва тінізація економіки (рис. 2.4), адже за значного її рівня велика частина коштів «осідає» поза банківською та податково-бюджетною системами, що впливає на ефективність функціонування фінансово-банківської систем, а відтак порушує фінансову стабільність країни.



Рис. 2.4. Загальні тенденції рівня тіньової економіки в Україні (у % від обсягу офіційного ВВП) і динаміка ВВП за 2010-2018 рр.

*Розраховано автором за даними [149]

Якщо звернутись до зарубіжного досвіду, то згідно досліджень Ф. Шнайдер та Д. Енсте, які здійснювали розрахунки тіньової економіки в країнах світу у 1987-1997 рр., то у високорозвинутих країнах показник становив 12,9-15,4% ВВП, у країнах із перехідною економікою – 20,7-25,7% ВВП, а в країнах, що розвиваються, 35-43,9 % ВВП [225]. За даними Міністерства економічного розвитку та торгівлі, рівень тіньової економіки в Україні за III квартали 2018 р становив 33%. Проте, наразі, це один з найкращих результатів, починаючи із 2010 р. Найвищий рівень тінізації в економіці України спостерігався у 2014 р. – 43%.

Іншим фактором, який суттєво впливає на девальвацію національної валюти та прискорює інфляційні процеси, а відтак й порушує фінансову стабільність нашої держави є стан платіжного балансу й значні обсяги зовнішнього боргу (рис. 2.5). Так, аналізуючи динаміку платіжного балансу, можемо відмітити чіткий негативний скачок у 2014 р., що, на нашу думку, пов'язано із загостренням кризових явищ в

економіці країни, а також суттєвим відтоком капіталу.

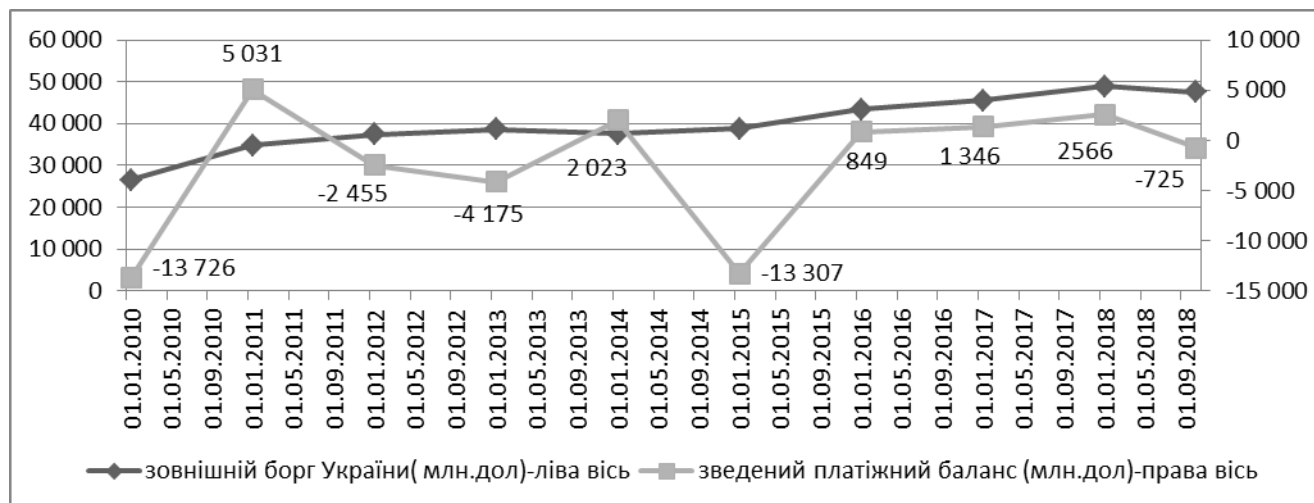


Рис. 2.5. Динаміка зовнішнього державного боргу та зведеного платіжного балансу України за 2010-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Зокрема, якщо ще в 2013 р. показник платіжного балансу був позитивним та становив близько 2 млрд. дол., то вже у 2014 р. – (-)13,3 млрд. дол. Характерним для III кв. 2018 р. був дефіцит поточного рахунку, який склав 3,5 млрд. дол., а також дефіцит зведеного балансу у 725 млрд. дол. Якщо проаналізувати зовнішній державний борг, то можна простежити чітку тенденцію до зростання його рівня до 2013 р. та спадну динаміку до 2016 р. Проте якщо відобразити ситуацію в гривневому вираженні, то тут спостерігається кардинально протилежна ситуація – починаючи із 2014 р. можемо відмітити суттєвий ріст державного зовнішнього боргу – з 300 млрд. грн. до 1344 млрд. грн. станом на кінець III кв. 2018 р. (рис. 2.6), хоча у доларовому вираженні зниження боргу становило лише біля 10 млн. дол.



Рис. 2.6. Динаміка зовнішнього боргу України за 2010-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Як бачимо, курсові різниці та девальвація національної валюти відіграють значну роль в економіці нашої країни, спричиняючи суттєві фінансові дисбаланси та порушуючи її фінансову стійкість. Також досить суттєвим показником, який виступає одним із ключових чинників фінансової стійкості країни є обсяг золотовалютних резервів (ЗВР) (рис. 2.7).

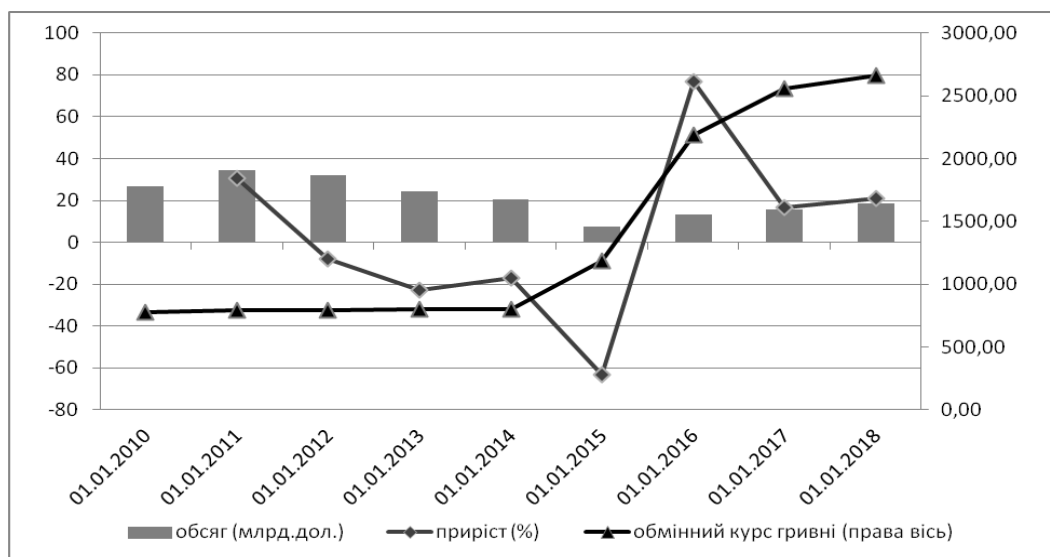


Рис. 2.7. Динаміка ЗВР та офіційного обмінного курсу гривні за 2010-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Як можемо бачити з рис. 2.7, до 2011 р. в Україні спостерігалась позитивна динаміка зміни ЗВР з поступовим їх зниженням до 2015 р. – якщо у 2011 р. їх обсяг становив 34,6 млрд. дол., то вже у 2015 р. – 7,5 млрд. дол., при цьому порівняно із 2014 р. їх обсяг скоротився практично в 3 рази. Варто відмітити, що поряд із таким скороченням ЗВР в цей період відбулася досить суттєва на той час подія – значна девальвація гривні – порівняно із 2010 р. на 48%, а вже станом на 01.01.2016 р. – на 280%. З 2015 р. можна побачити поступове нарощення ЗВР України – станом на початок 2018 р. їх обсяг склав 18,8 млрд. дол., при цьому курс гривні продовжує невпинно падати – до 26,59 грн/дол. Загалом, таку динаміку ЗВР та курсу національної валюти можна пояснити тим, що до 2014 р. регулятор ще якимось намагався підтримувати курс гривні, періодично здійснюючи валютні інтервенції. Проте, такі його дії були несвоєчасними та нестабільними, що підтверджує неефективність проведеної політики на стабілізацію курсу гривні й намагання подолання фінансової нестабільності в країні, що, разом з тим, було пов'язане з незначним обсягом золотовалютних запасів країни. Можемо також відмітити, що регулятор, відмовившись підтримувати курс гривні, похитнув і так нестійку

фінансову ситуацію в країні, адже знецінення національної валюти призвело до розкручення інфляційної спіралі і спричинило ситуацію, за якої рівень інфляції в Україні став і досі є одним з найвищих у країнах Європи. Так, якщо проаналізувати рівень інфляції та показник знецінення національної валюти, стає очевидним не лише недотримання цілі діяльності НБУ, а й здійснення ряду заходів, які й спричинили власне таку ситуацію. Та й показник в 43,3% в 2015 р. є рекордним (станом на початок 2018 р. – 13,7%) (рис. 2.8).

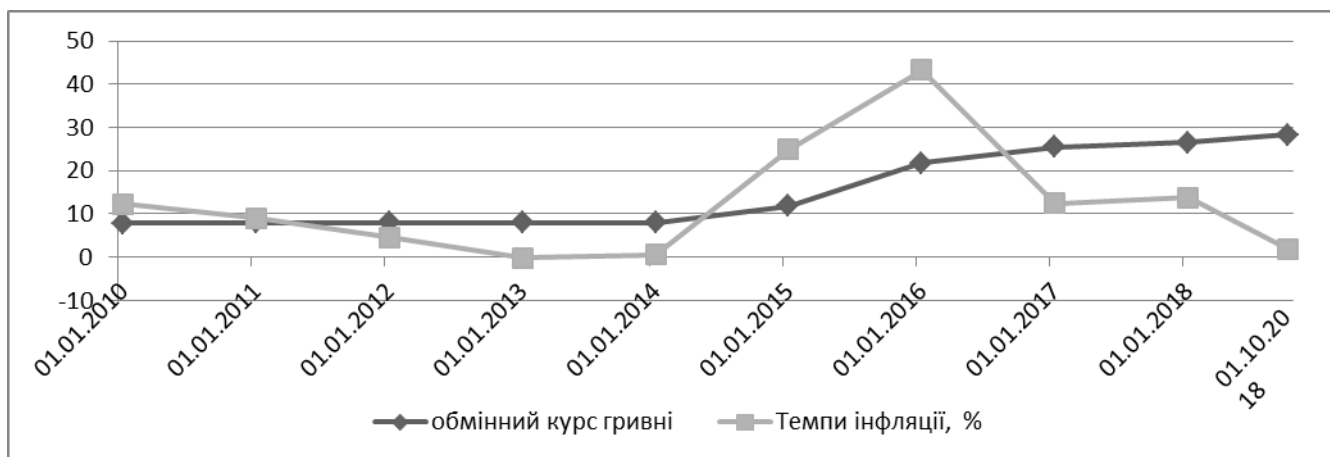


Рис. 2.8. Динаміка обмінного курсу гривні та інфляції за 2010-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Слід зауважити, що з метою зниження рівня інфляції доволі часто потрібно жертвувати діловою активністю суб'єктів господарювання внаслідок проведення регулятором жорсткої монетарної політики, що в підсумку спричиняє зниження економічного росту та порушує фінансову стабільність країни. Проте, як свідчить світовий досвід, для того, щоб досягнути стабільно низьких показників інфляції (що згідно цільових орієнтирів НБУ на сьогодні виступає критерієм фінансової стабільності) потрібно забезпечити сталий економічний ріст. Відтак, проаналізуємо динаміку ВВП України на предмет сталості економічного росту (рис. 2.9).

Так, згідно даних НБУ, в 2010 р. економічний ріст становив (-)34,9%, у 2013 р. – (+)0,3%, за підсумком 2014 р. було тотальне зниження економічного зростання на -28,1%, у 2016 - на (-)31,3%, і лише у 2017 р. показник набув позитивного значення - в (+)2,9%, на початок 2018 р. – (+)16,6%. Також для досягнення низької інфляції потрібно забезпечити нижчі ціни виробництва. А в нашій державі вони були досить високими (рис. 2.9). Так, з 14,3% в 2010 р. вони зросли до 35,7% в 2017 р.

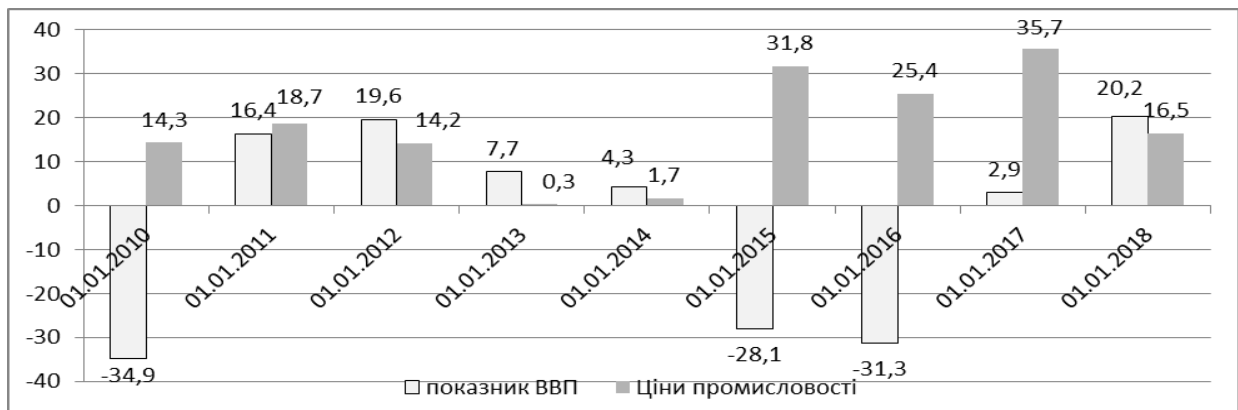


Рис. 2.9. Динаміка ВВП та цін промисловості за 2010-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Відтак, в найближчій перспективі такі негативні тенденції відобразяться й на споживчих цінах. Якщо вести мову про вітчизняні реалії, то НБУ не має засобів впливу на ціни на товари та послуги. До прикладу візьмемо 2015 р., коли інфляція сягнула 43,3%. В цей час ціни житлово-комунальних господарств (ЖКГ) підвищились більше ніж на половину, адже вони залежать від курсу гривні та цін на газ, на які впливає вартість нафти, яка встановлюється на світовому ринку. Тобто інфляція в Україні має здебільшого немонетарний характер.

Таким чином, як показують статистичні дані, інфляційне таргетування на сьогодні не виступає дієвим методом впливу на економічні процеси країни, адже НБУ не в повній мірі володіє засобами досягнення інфляційної мети. Вагоміший вплив на економічно-фінансове життя країни, в тому числі й на інфляційні процеси, має валютний курс, що підводить до думки щодо необхідності впровадження на даному етапі розвитку країни саме валютного таргетування. Проте, наше дослідження не буде комплексним без аналізу монетарного таргетування. Тому проаналізуємо вплив грошових агрегатів на інфляцію та економічний розвиток країни (рис. 2.10).

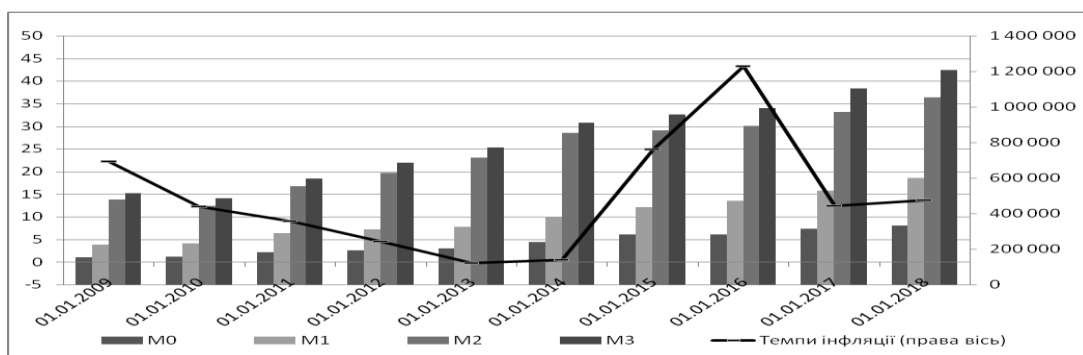


Рис. 2.10. Динаміка грошових агрегатів та інфляції за 2009-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Ми можемо спостерігати, що збільшення обсягу агрегату М0 практично не впливало на рівень інфляції, адже саме ціни ЖКГ поряд із стрімким ростом цін на товари та послуги слугували основними чинниками інфляційних процесів. Проаналізуємо зміну інфляції поряд із обсягами внутрішнього кредитування (рис. 2.11).

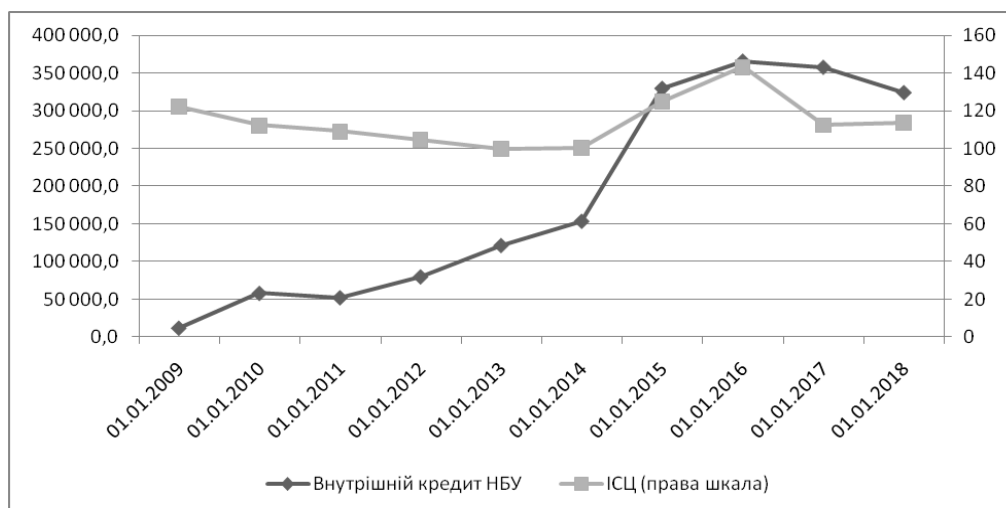


Рис. 2.11. Динаміка інфляції та зміни обсягу внутрішніх кредитів НБУ за 2009-2018 рр.

*Розраховано автором за даними [149]

Якщо проаналізувати темп інфляції та обсяги внутрішнього кредитування НБУ, то можна відмітити, що навіть із зниженням кредитування інфляція була досить високою, що свідчить про практичну відсутність зв'язку інфляції та збільшення грошової маси. Варто відмітити, що збільшення грошової маси не має також суттєвого впливу на інфляційні процеси таких економічно розвинутих країн, як, наприклад, Китай, Польща, Ізраїль.

Розглянувши взаємозв'язок грошової маси країни та ВВП (рис. 2.12), відзначимо, що ріст ВВП відбувався симетрично до грошової маси в обігу.

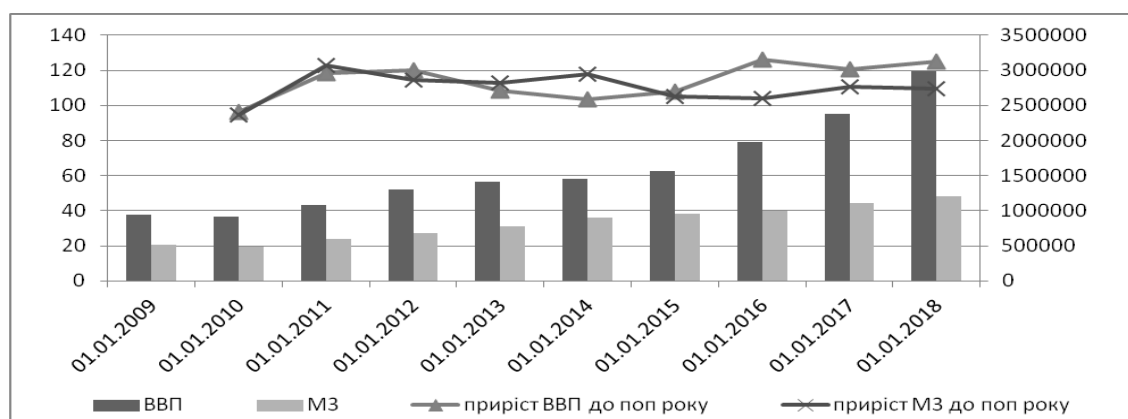


Рис. 2.12. Динаміка обсягів ВВП і М3 за 2009-2018 рр.

*Розраховано автором за даними [149]

Саме тому зменшення грошової маси призводить лише до пригнічення економічного росту, не впливаючи, однак, на рівень інфляції в країні.

Проаналізуємо співвідношення МЗ до ВВП з метою визначення рівня монетизації економіки (рис. 2.13).

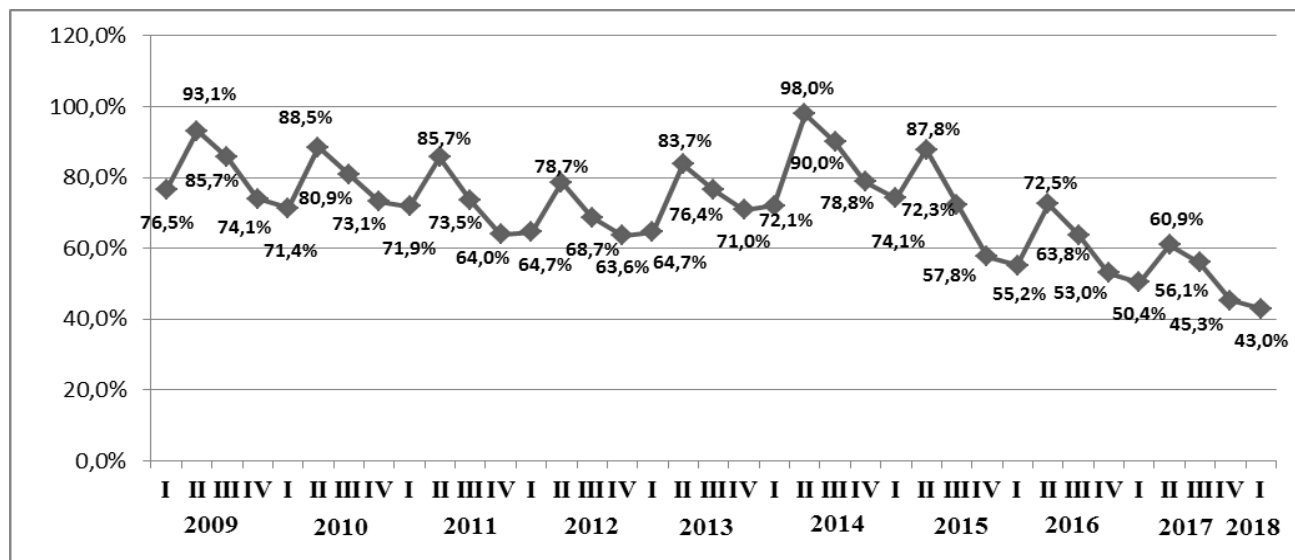


Рис. 2.13. Рівень монетизації економіки України за 2009-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Загалом, як можемо спостерігати з рис. 2.13, показник співвідношення грошової маси до ВВП, починаючи з 2014 р. мав спадну тенденцію – з 98% у 2014 р. до 43% - у 2018 р., що є досить негативним явищем, адже це найнижче значення за весь досліджуваний період. Така жорстка монетарна політика у сучасних економічних реаліях України спричиняє повільні темпи економічного зростання. Крім того, такий низький показник вказує про приховані кризові явища у вітчизняній економіці, адже вважається, що нормальне значення коефіцієнта монетизації становить біля 70-80 %.

Разом з тим, підвищення грошової маси має здійснюватись на основі збалансованості її структури, а саме підвищенням обсягів вкладів та зменшенням рівня їх доларизації (Додаток К). Як можемо проаналізувати із дод. К, табл. К1, найвищий показник М0 був за підсумком 2014 р. – темп його росту склав 19%. Найнижчим він був у 2015 р. – (-) 0,1%. Такий значний скачок приросту грошового агрегату в 2018 р. спричинив ріст готівки в структурі грошової маси, що свідчить про суттєві проблеми в грошовому обігу країни. Визначивши питому вагу готівкових коштів та поточних депозитів у грошовій масі, відзначимо, що зростання агрегату М0

за підсумком 2014 р. призвело до того, що готівки в МЗ стало 29,57 %, а за агрегатом М1- 49,77 % в 2018 р. З 2015 р. питома вага готівки в МЗ мала тенденцію до зниження (Додаток К, табл. К2). Такий стан речей вказував на вагомий вплив банківської системи на рівень грошової маси. Водночас вказані тенденції відбуваються дуже низькими темпами при достатньо високій частці готівки в грошовій масі. Незначний показник готівки в грошовій масі країни засвідчує її розвиток та ефективність функціонування. А такі високі його показники в Україні дають змогу зробити висновок про недовіру до банківської системи країни та значну частку чорного ринку, що своїм наслідком в майбутньому може мати недостатність ліквідності комерційних банків, а відтак й відсутність ресурсів для стимулювання економічного розвитку. Слід також відмітити, що зниження обсягу грошової маси країни, починаючи з 2010 р. (див. рис.2.13), дає змогу зробити висновки щодо кризового стану економіки, що проявлявся у «втечі» грошей за кордон, а підвищення рівня М0 свідчить про відплив депозитів з банків.

Проаналізуємо показник відношення М0 до ВВП, що свідчить про безпеку грошового ринку, чого не можемо спостерігати в Україні. З рис.2.14 видно, що нормативне значення в Україні перевищене в рази (оптимальне значення вказаного показника в межах 4%). Найнижчий його показник спостерігався в 2017 році – 39,92%, а найвищий в 2014 році – 64,24%. Основним фактором динаміки показника рівня монетизації економіки є попит на реальні гроші, який, у свою чергу, залежить від ступеня довіри суб'єктів економіки до національної грошової одиниці: чим вищим є рівень монетизації, тим більшим, за інших рівних умов, є попит на реальні гроші.

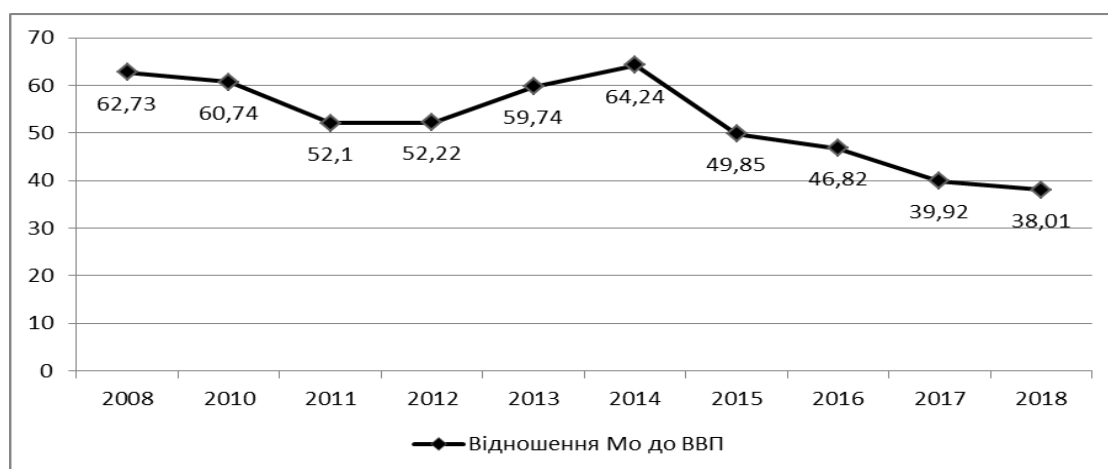


Рис. 2.14. Динаміка співвідношення готівкових грошей в обігу та показника ВВП за 2008-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Як бачимо з наведених даних, рівень монетизації коливається, але постійно зберігається на рівні не вище 64%, а в останні роки намітилася тенденція до ще більшого зниження. В той час як в розвинутих країнах він становить 70-80% [140].

Отже, проведений аналіз вибору цільової спрямованості грошово-кредитної політики НБУ дозволив зробити наступні висновки:

- хоча в більшості країн світу перевагу надають саме інфляційному таргетуванню, що було обрано й в Україні, проте, на наш погляд, доцільнішим було обрання валютного таргетування в силу того, що економіка України є надто залежною від експортно-імпортних операцій та від курсу іноземної валюти. Крім того, нестабільність валютного курсу та значна девальвація гривні ставлять в критичні умови як банківську систему країни, так і її економіку;

- найбільш вагомий вплив на економічний стан країни на даному етапі має саме валютний курс, який здебільшого і спричиняє інфляційні процеси через ріст цін, здійснює розбалансування фінансової системи та спотворює основні макроекономічні показники. Також можемо констатувати, що попри те, що цінова стабільність виступає основною ціллю центральних банків провідних країн світу, вона в Україні спричиняє нестійкість економічного розвитку держави в силу того, що керівними органами ігноруються такі життєво важливі для економічного росту держави показники, як стабільність національної валюти та необхідність підтримки реального сектору. Звичайно, якщо в країні стійка політично-економічна ситуація, то центральний банк цілком може підтримувати цінову стабільність та тим самим стимулювати активність господарюючих суб'єктів. А якщо ціллю монетарної політики виступає саме стабільність грошової одиниці, то регулюванню мають підпадати також і ціни на товари, відсоткові ставки та обмінний курс. Відтак, центральний банк має нести відповідальність за рівень інфляції, процентних ставок та ревальвацію або ж девальвацію гривні;

- в умовах інтеграційних процесів слід досить обережно відноситись до вибору цільового показника, адже базові макроекономічні параметри (грошові агрегати, норма процента, темпи інфляції, обсяг кредитування економіки, обмінний курс гривні) є досить нестійкими й на них впливають ряд зовнішніх факторів. Тому

слід враховувати їх взаємозв'язок та взаємозалежність при реалізації ГКП. А в кризових умовах для забезпечення фінансової стабільності, НБУ також повинен обов'язково активно впливати на курс гривні;

– для того, щоб ефективно впливати на економічний розвиток держави та її макроекономічну стабільність, НБУ, що в сучасних умовах економічного розвитку повинен здійснювати таке монетарне регулювання, що б націлило на досягнення економічного зростання, сприяло б інвестуванню економічних агентів у вітчизняне виробництво, стимулювало б вкладання заощаджень населення у банківську систему, формувало безінфляційний грошовий обіг та сприятливий інвестиційний клімат. Вказані аспекти обумовлюють необхідність перегляду цільового орієнтиру регулятора саме в кризових та посткризових умовах, адже в такий період набагато важливіше стимулювати економічний розвиток. Як показує практика, це завдання досягається проведенням експансійної ГКП з метою підвищення кількості грошей в обігу та зниження процентних ставок, що на сьогодні може призвести до подальшого розкручування інфляційної спіралі, а відтак буде суперечити цілі НБУ;

– не заперечуючи важливість управління валютним курсом, оцінюючи сучасну фінансово-економічну ситуацію в країні та виходячи із досвіду іноземних країн, на сьогоднішній день, як перед урядом, так і перед Нацбанком повинно стояти завдання забезпечення економічного росту, позаяк саме економічне зростання дасть можливість державі вийти із боргової та кризової ями та ефективно розвиватися у майбутньому. Звідси доцільним виступає перегляд стратегічних цілей монетарної політики на ті, які можуть бути досягнуті центральним банком України. За тих політико-економічних обставин, в яких перебуває на сьогодні Україна, досягнути вказаних завдань можливо лише за умови таргетування валютного курсу, який спричиняє вплив на такі важливі макроекономічні показники, як обсяг ВВП, рівень заощаджень, золотовалютні резерви тощо.

2.2. Особливості реалізації грошово-кредитної політики в Україні та аналіз дієвості основних монетарних інструментів

Фінансово-економічна криза 2008 р. зумовила потребу в перегляді ролі центрального банку як провідного регулятора макроекономічних процесів з метою нівелювання наслідків кризових явищ через грошово-кредитну політику. Зокрема, потребує аналізу як актуальність кінцевих цілей діяльності НБУ, що мають бути розроблені згідно з наперед визначеним механізмом регулювання грошово-кредитної сфери, так і відповідних інструментів їх реалізації. Нагадаємо, що ст. 99 Конституції України [89] вказує, що саме центральний банк відповідає за забезпечення стабільності грошової одиниці. Таким чином, економічний розвиток України, ефективне функціонування її банківської системи та стабільність грошової одиниці, а відтак макроекономічна ситуація загалом, в основному залежать від ефективної монетарної політики НБУ. Водночас, значні кризові явища як в економіці, так і в банківській системі України, збитковість комерційних банків, розкручування інфляційних процесів тощо свідчать про наявність прогалин у формуванні та здійсненні монетарної політики НБУ за останні роки.

Власне ефективність реалізації ГКП проявляється в досягненні її цілей через застосування відповідних інструментів та методів. В Україні згідно ст. 25 Закону України «Про Національний банк України» застосовуються наступні з них: визначення та регулювання норм обов'язкових резервів для банків; процентна політика, рефінансування банків, управління золотовалютними резервами, операції з цінними паперами, регулювання імпорту та експорту капіталу; запровадження на строк до шести місяців вимоги щодо обов'язкового продажу частини надходжень в іноземній валюті, зміна строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів; емісія власних боргових зобов'язань та операції з ними. Водночас, в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2018 рік [149] НБУ вказує, що для досягнення інфляційної мети використовує наступні інструменти та методи: процентна політика (регулювання облікової ставки як основного монетарного інструмента та інші процентні ставки), встановлення норми обов'язкових резервів, рефінансування банків, валютно-курсова

політика (для цього НБУ й в подальшому буде здійснювати режим плаваючого обмінного курсу). Також в документі вказується, що для досягнення пріоритетних цілей НБУ буде використовувати й такі інструменти, як: регулювання імпорту та експорту капіталу, вимоги щодо обов'язкового продажу частини надходжень в іноземній валюті, зміну строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів.

Хочемо зауважити, що досить складно досліджувати ефективність ГКП й зокрема монетарних інструментів в час нестабільності та кризових явищ, адже в такі періоди слід брати до уваги досить багато чинників, які впливають на дієвість прийнятих заходів. Проте актуальність такого дослідження в тому, що подолання та зниження дестабілізаційних наслідків кризи в значній мірі залежало й залежить від дій НБУ та від його спроможності приймати випереджаючі рішення.

Отже, процентна політика, яка має слугувати базою для встановлення відповідних цін на фінансові ресурси банків, розглядається НБУ як один з інструментів ГКП, який використовується з метою регулювання попиту та пропозиції на грошові кошти шляхом зміни процентних ставок за своїми операціями та надання рекомендацій щодо встановлення процентних ставок за активними та пасивними операціями банків з метою впливу на процентні ставки суб'єктів грошово-кредитного ринку та дохідність фінансових операцій [235].

Із всіх процентних ставок грошово-кредитного ринку, найважливішим індикатором для економічних агентів виступає облікова ставка – ціна кредиту ЦБ для банківських установ. Її зниження зумовлює підвищення банківських резервів, що сприяє зростанню обсягу грошової маси та зменшенню рівню процентів на грошовому ринку. Також облікова ставка має корелювати із інфляцією, а відтак виступати сигналом для переміни інших процентних ставок. Проте для того, щоб зміна облікової ставки мала ефективний вплив на економічне життя країни, слід досить обережно ставитись до її коливань, а її регулювання нести цілеспрямований характер. При цьому, НБУ повинен превентивно здійснювати її зміну – відповідно до стану макроекономічних показників, таких як рівень інфляції, ВВП тощо.

Зауважимо, що облікова ставка є одним із найбільш застосовуваних інструментів ГКП розвинутих країн світу, що, на наш погляд, обумовлено легкістю

виміру ефекту від її зміни (шляхом аналізу показників процентних ставок за кредитами та депозитами комерційних банків), а також простотою та оперативністю застосування. Якщо ж розглядати нашу країну, то її рівень досить часто переглядався НБУ з початку кризових явищ. Аналіз даного показника в окремих країнах світу дав змогу констатувати, що в основному зміна облікової ставки коливалася у них в межах 0,1-3%, тоді коли в Україні розрив міг становити й 22% (рис. 2.15).

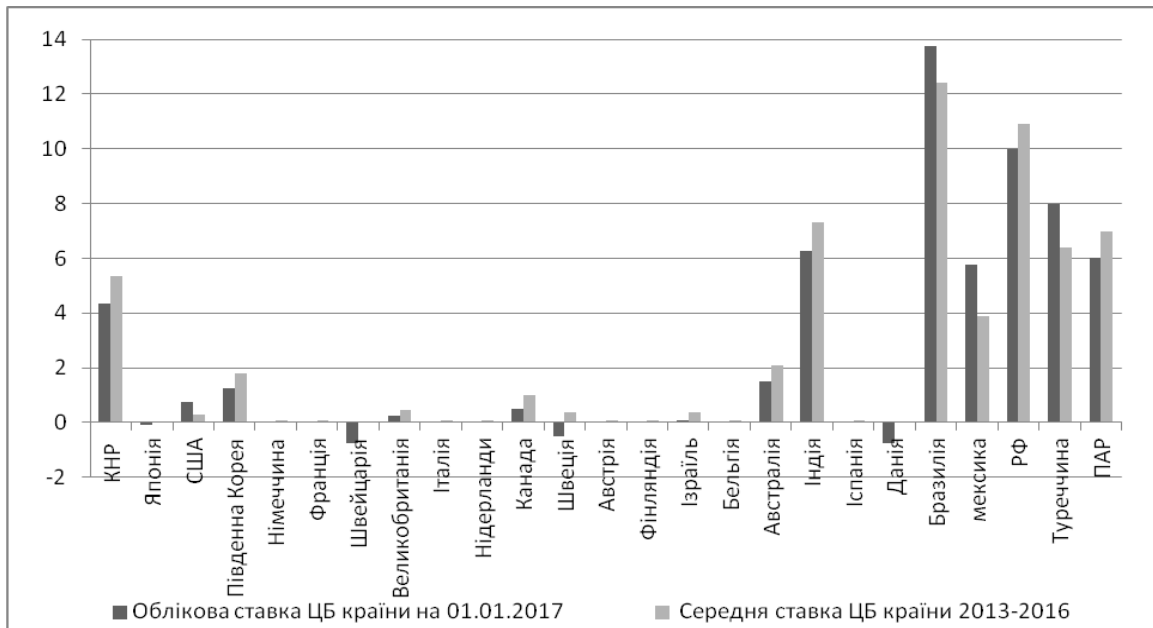


Рис. 2.15. Динаміка зміни облікової ставки країн світу за 2013-2017 рр.*

*Розраховано автором за даними [138]

Як можемо спостерігати з рис. 2.15, в більшості аналізованих країн показник облікової ставки був досить невисоким, у деяких із них навіть від'ємним (Швейцарія, Швеція, Данія). В той же час, в Україні нижче 10%, починаючи з 2014 р. він не опускався (рис. 2.16).

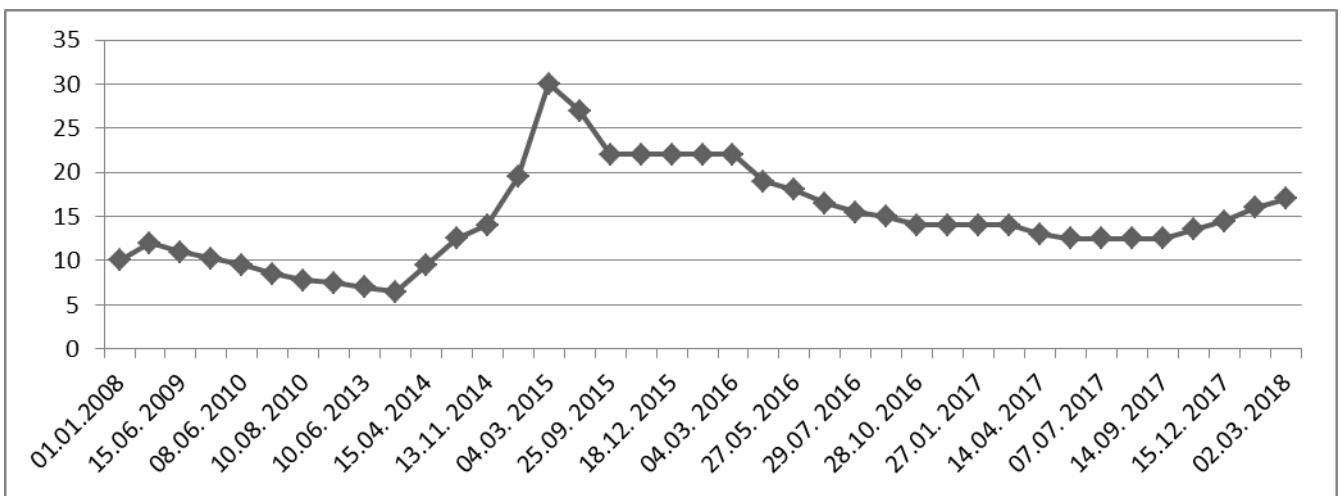


Рис. 2.16. Динаміка зміни облікової ставки НБУ за 2008-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Слід зазначити, що найвищий її рівень був зафіксований в 2015 р. – 30%, хоча ще на початку 2008 р. становив 10%. Найчастіше рівень облікової ставки переглядався НБУ в 2015, 2016 та 2017 рр. За дев'ять місяців 2018 р. НБУ змінив її рівень тричі – 26.01.2018 р. збільшив з 14,5% до 16%, з 02.03.2018 р. – знову підвищив до 17%, а 07.09 2018 р. – до 18%. Варто зауважити, що високий рівень облікової ставки може підвищувати ставки банків за кредитними операціями, що може спровокувати зниження їх кредитної діяльності, а відтак негативно вплинути на забезпечення фінансовими ресурсами суб'єктів господарювання, що негативно відображається на економічному розвитку країни, суттєво нівелюючи дію процентного каналу, адже це є надзвичайно жорстким методом регулювання.

На думку С. Шелудько, такий високий рівень облікової ставки обумовлений необхідністю компенсації НБУ втрат за операціями рефінансування, що був спричинений значним рівнем інфляції в Україні [47], з чим важко не погодитись. Разом з тим, така політика НБУ сприяє зниженню економічного розвитку країни, що є неприпустимим в умовах сьогодення.

Використання даного інструменту не має належного впливу й на підтримку ліквідності та зниження інфляційних процесів, які мають в основі не лише монетарні чинники, тому зміна облікової ставки на даний час не може відповідним чином впливати на процент за банківські кредити, що можна пояснити значним кредитним ризиком, який й впливає на кінцеву ціну кредиту (рис. 2.17).

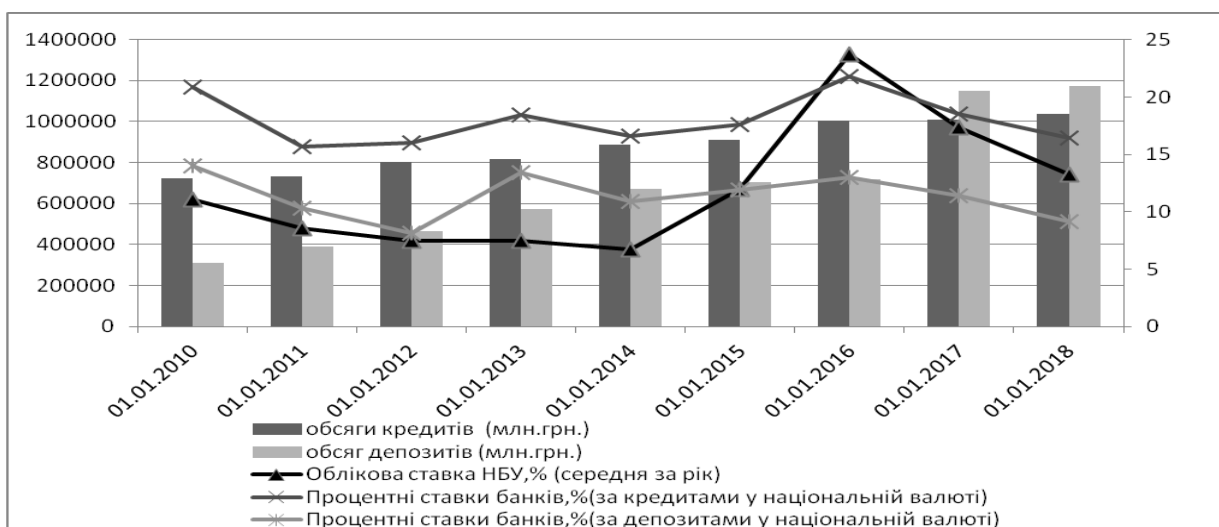


Рис. 2.17. Динаміка обсягу та процентів за банківськими кредитами і депозитами та облікової ставки НБУ за 2010-2018 рр. *

*Розраховано автором за даними [149]

Отже, як можемо спостерігати з рис. 2.17, облікова ставка практично не впливала на відсотки за залученими банківськими ресурсами та наданими кредитами. Хоча можемо простежити протилежну ситуацію – зміна облікової ставки слідувала за зміною процентів за базовими банківськими операціями. Досить чітко така динаміка простежується до 2014 р., що засвідчує незначний вплив цього інструменту на показники діяльності банків. З 2015 р. проявляється слабка кореляція аналізованих показників. При цьому, облікова ставка мала б виступати орієнтиром для здешевлення кредитних ресурсів, а тому необхідне поступове її зниження та забезпечення позитивного рівня процентних ставок НБУ відносно прогнозованої інфляції, що сприяло б зниженню девальваційних та інфляційних очікувань, які значною мірою і провокують інфляційні процеси. Адже високі проценти, які є проявом рестрикційної політики, зменшують цінність активів і застави під кредити та збільшують вартість кредиту, що в підсумку відображається на оптових і роздрібних цінах. Тому, успіхи ІТ мають вельми обмежений ефект в нашій країні. Іншим нюансом є те, що проценти, які регулює НБУ – це лише короткострокові ставки міжбанківського ринку, які практично не наділені кредитним ризиком. Дійсно важливими для економічного розвитку є ставки для реального сектору, котрі враховують рівень кредитного ризику. Проте чи наділений регулятор реальними засобами управління кредитним ризиком в економіці?

Відстежимо взаємозв'язок облікової ставки та інфляції (рис. 2.18).

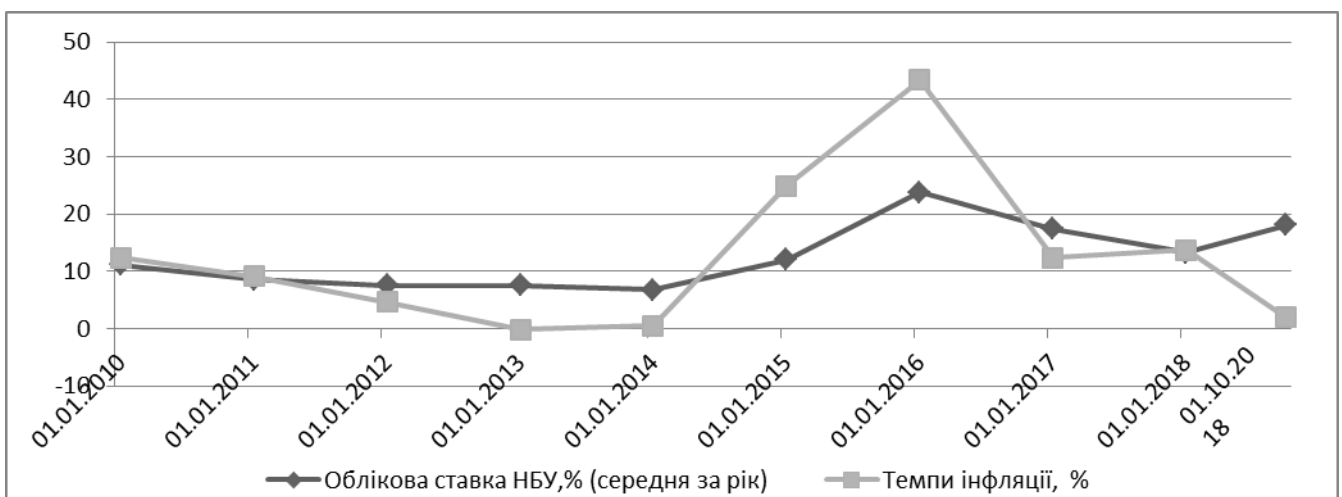


Рис. 2.18. Динаміка рівня облікової ставки та інфляції за 2010-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Як видно з рис. 2.18, з 2011-2014 рр. облікова ставка була вищою за рівень інфляції, проте з 2015 р. до 2016 р. ситуація різко змінюється – рівень інфляції

перевищує облікову ставку. Зокрема в 2014 р. розрив становив практично 13%, в 2015 р. - 19,5%. В 2017-2018 р. ситуація відносно стабілізувалась. Власне такий стан вказує на слабкий вплив процентної політики на діяльність банківської системи України. З метою комплексності аналізу, розглянемо облікову ставку в контексті динаміки надання кредитів рефінансування, адже лише за налагодженого механізму рефінансування і має встановлюватись оптимальний рівень процента за таким видом кредитування (Додаток Л, табл. Л1). Так, найвищий обсяг рефінансування НБУ надав банкам у 2008 р. (170 млрд.грн.), адже саме тоді спостерігався безпрецедентний відтік ресурсів з банківської системи. Всі подальші роки діяльність банків була спрямована на підвищення ліквідності банківського сектору (Додаток Л, табл. Л2).

Найбільшу частку стабілізаційних кредитів НБУ надав банківським установам саме в 2010 р. (20,2%) та у 2015 р. (12,3%). Така політика НБУ була зумовлена зростаючою кількістю проблемних банківських установ. Загалом, структура кредитів рефінансування змінюється відповідно до стану ліквідності банківської системи. Слід зазначити, що в наданих НБУ кредитах рефінансування значну частку займали кредити овернайт, за якими також була встановлена найвища плата (Додаток Л, табл. Л3).

Такі коливання процентних ставок в основному залежали від кризових явищ в економіці країни – тобто піку або ж відносної стабілізації. Так, в 2011-2014 рр. в Україні простежувалась динаміка зменшення рівня ціни на кредити рефінансування (Додаток Л, рис. Л1). До прикладу, середньозважена ставка рефінансування з 2009 р. до 2014 р., знизилась на 9,5%, за тендерними кредитами на 13,8%, кредити овернайт здешевіли на 10,5%, але й це не позначилось суттєво на кредитних ставках банків. Це свідчить про недостатню ефективність та дієвість вказаного інструменту грошово-кредитної політики. Як можемо побачити з рис. Л1 у дод. Л, якщо в 2009 р. ціна банківського кредиту коливалась в межах 20 %, то вже у 2015 р. – 17,7%, що, порівняно із змінами ставок рефінансування є досить невеликим показником – зниження становило всього 3,2%. З 2016 р. спостерігалось різке підвищення як ставок рефінансування, так і процентів за банківський кредит, обумовлених, з одного боку, суттєвим підвищенням рівня облікової ставки, а з іншого - проблемами в банківській системі України й значними ризиками діяльності банків.

Так, станом на 01.01.2016 р. середньозважена ставка рефінансування становила 18,55%, а ставка кредитування в національній валюті – 21,8%. Таким чином, відбувалось суттєве завищення цін на кредитні операції банків відносно динаміки зміни кредитів рефінансування, що, на нашу думку, можна пояснити тим, що в банківських установах суттєво зріс кредитний ризик, спричинений неплатоспроможністю позичальників, й включення у ціну кредиту його компенсації. Така ситуація обумовлює необхідність підвищення взаємозв'язку процентної політики НБУ з відсотками за банківськими кредитами й інших ключових показників, що має здійснюватись в площині зменшення неринкових чинників впливу на ставки. При цьому, інфляційна складова мала вплив на процентні ставки банків лише до 2013 р. (рис. 2.19). Так, до 2013 р. банківські процентні ставки були вищими інфляції в країні - по депозитах на 5-13%, по кредитах на 12-18%. Проте з 2014 р. ситуація змінилась, ставки по депозитах не покривали знецінення грошей, в 2014 р. різниця становила (-)14%, в 2015 р. – (-)31,4%, по кредитах – (-)14% та (-)25,7% відповідно. Відносна стабілізація настала у 2016 р. – по депозитах – 0,6%, кредитах – 9,4%, а в 2017 р. ситуація була досить суперечлива, за інфляції 13,7% банки пропонували гривневі депозити за 11,4%, кредити – за 18,5%, в 2018 р. за інфляції 13,7%, ставки ща депозитами були на рівні 9,1%, а кредитами 16,4%.

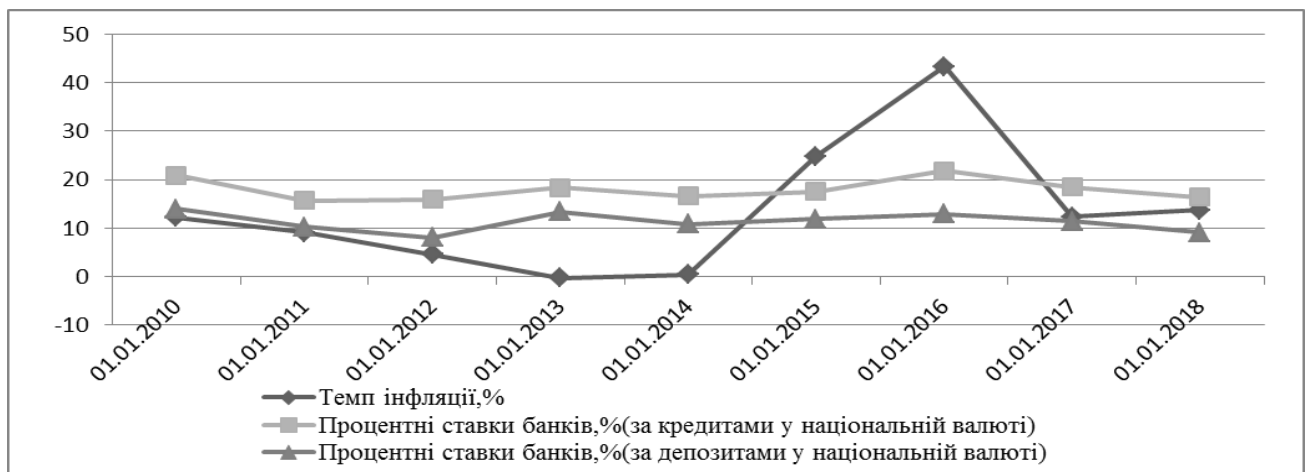


Рис. 2.19. Динаміка інфляції та процентних ставок за кредитами та депозитами в національній валюті за 2010-2018 рр.

*Розраховано автором за даними [149]

Якщо розглянути політику НБУ з фінансової підтримки банків, то в підсумку вона мала б підвищити їх ліквідність на фоні відтоку вкладів, однак, більшість із отриманих кредитів рефінансування банки спрямовували на валютний ринок, підсилюючи спекулятивні валютні операції. Досить наглядно ми могли це

спостерігати у 2015 р. – курс на міжбанківському валютному ринку стабілізувався до позначки 25 грн/дол., проте регулятор в цей же час прийняв рішення про підвищення межі кредиту овернайт до 100% обсягів резервів, що спричинило ситуацію, за якої в лютому 2015 р. було прорефінансовано банків на суму 23 млрд. грн., при цьому гривня знецінилась до 30,01 грн/дол. Через такі обставини кредити рефінансування не принесли бажаного результату в силу того, що значна кількість отриманих ресурсів осіли на валютному ринку, що спричинило нестабільність обмінного курсу гривні.

Зарубіжний досвід свідчить, що в кризові періоди розвинуті країни здебільшого знижують ціну кредитів рефінансування практично до нульової позначки з метою підтримки кредитної діяльності банків, зменшення показника інфляції та збереження ділової активності. Наслідком такої політики стає доступність банківських кредитів навіть в умовах нестабільності. В Україні ж навпаки – ціна кредитів зростала.

Таким чином, загострення кризових явищ в 2014-2015 рр. доводить, що НБУ неефективно використовував інструмент рефінансування як метод їх протидії. Його дієвість тісно корелює із ефективністю кредитного, процентного та грошового каналів механізму трансмісії, та навпаки - без налагодження чіткого, прозорого та дієвого механізму рефінансування процентна політика НБУ не здатна забезпечити належні імпульси кредитної діяльності банків й економічних суб'єктів. Так, до прикладу, для операцій на міжбанківському грошовому ринку НБУ використовує короткострокову процентну ставку «овернайт». Однак, її рівень постійно змінюється, тому поки що вона не може стати основою для зміни пропозиції грошей. Так, у період значного зниження ліквідності банківської системи її розмір сягав більше 60%, тоді як в період надмірної ліквідності – міг впасти до 1-3% [91, с. 126]. Проаналізуємо динаміку залежності обсягів кредитів овернайт та девальвації національної валюти (Додаток Л, рис. Л2). Як можемо побачити з рисунку, існує чіткий зв'язок динаміки кредитів овернайт та девальвації гривні. Таким чином, своїми діями регулятор фактично сам штовхав банки здійснювати спекулятивні операції з валютою. В подальшому НБУ збільшив проценти до 30% задля звуження грошової маси та досягнення інфляційного таргету, замість того, щоб підтримати ліквідність банківських установ. З одного боку це дозволило знизити рівень спекулятивних операцій, з іншого – фактично призупинило кредитну

підтримку реального сектору, адже збільшення рівня ставок за кредитами потягло за собою підвищення відсотку за депозитними сертифікатами. До прикладу, із зростанням облікової ставки до 30% в березні 2015 р., НБУ підвищив ставку за депозитними сертифікатами овернайт до 20%, на 7-14 днів – до 27%.

Таким чином, можемо простежити невідповідності, які проявляються у обсягах мобілізованих коштів за депозитними сертифікатами НБУ та кредитами рефінансування. Так, наприклад, за три квартали 2016 р. банки отримали 26,6 млрд. грн. кредитів рефінансування (при цьому заборгованість перед НБУ становила біля 85 млрд. грн.), а за депозитними сертифікатами НБУ мобілізував 60 млрд. грн., при цьому залишки на коррахунках банків становили приблизно 40 млрд. грн. Та більш привабливі депозитні сертифікати практично дестабілізували міжбанківський кредитний ринок, адже в 2015 р. ставки за депозитними сертифікатами перевищили ціну гривневих вкладів (так, середньозважена ставка депозитного сертифікату овернайт в 2015 р. становила 14,1% (за тендером 21,4%), а за депозитами в гривні 13%, в 2016 р. - 16,6% (18%) та 11,4% відповідно, що спричинило деформацію в здійсненні кредитної банківської діяльності, адже банкам вигідніше було вкладати гроші у депозитні сертифікати, отримавши практично таку ж винагороду, проте не ризикуючи. Крім того, починаючи з квітня 2016 р. кредити рефінансування за усіма інструментами надавались за єдиною ставкою (облікова ставка + 2 п.п.). Таким чином НБУ поставив в однакові умови кредити овернайт (надаються за ініціативи комерційних банків) та тендерні кредити (надаються за ініціативи НБУ). Така ситуація мала своїм наслідком подальший економічний спад країни [152].

Такі дії регулятора можна пояснити незначними можливостями його впливу на формування короткострокових ресурсів, у зв'язку із нечутливістю міжбанківського ринку до імпульсів процентних ставок банку. Це свідчить про те, що ще на першій стадії дії трансмісійного механізму присутній розрив у процентному каналі, а тому НБУ не має змоги інструментами процентної політики впливати на основні макроекономічні змінні, зокрема й інфляцію.

Регулятор й сам вказує, що не може в повній мірі вплинути на процентні ставки банків наявними засобами. Так в «Інфляційному звіті» за 2016 рік [149] зазначається:

«Стійке зниження інфляційного тиску на тлі подальшого зменшення ризиків для цінової стабільності дозволило Національному банку протягом 2016 року послідовно і активно пом'якшувати монетарну політику – облікова ставка знижувалась 6 разів з 22% до 14%. Це відображалось у відповідному зменшенні короткострокових процентних ставок на міжбанківському ринку та забезпечувало зниження ставок за ОВДП і роздрібних ставок комерційних банків за депозитами та кредитами. Однак загалом реальні процентні ставки залишались відносно високими...» [149] (рис. 2.20).

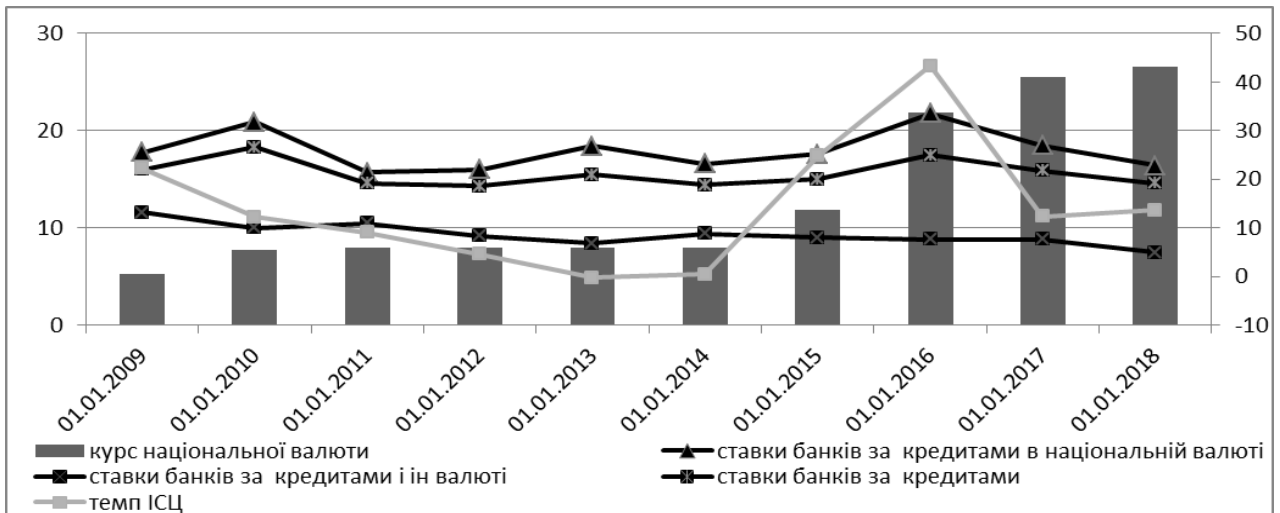


Рис. 2.20. Динаміка інфляції та процентних ставок за банківськими кредитами за 2009-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Як бачимо, не процентна політика впливає на інфляцію, а навпаки - проценти на міжбанківському ринку реагують на курсові зміни та інфляційні процеси – як можемо спостерігати з рис. 2.20, підвищення ставок спостерігається під час курсових шоків і зниження – після них. Така ситуація показує, що в Україні немає неможливості спрогнозувати базові макро- та фінансові показники. Слід зауважити, що з квітня 2016 р. до березня 2017 р. НБУ знижував облікову ставку п'ять разів - з 22% до 15%. Та навіть за такого зниження ставки залишаються зависокими, щоб стимулювати ріст економіки. Тому з метою підвищення ефективності процентної політики, доцільно знижувати ключові процентні ставки, що сприятиме доступності кредитів рефінансування для комерційних банків, а відтак і стимулюватиме їх вкладати вільні ресурси, які знаходяться на коррахунках, у реальний сектор. В іншому випадку, продовження такої процентної політики спричинятиме вимивання гривневих коштів із реального сектору.

Розглянемо політику обов'язкових резервів, яка має коригуватись відповідно до економічної ситуації країни, стану банківської системи та валютного ринку. За визначенням НБУ, норма обов'язкового резервування (НОР) - один із монетарних інструментів для регулювання обсягів грошової маси в обігу та управління грошово-кредитним ринком. Світовий досвід свідчить, що норма резервування нижча в тих країнах, економіка яких є розвиненішою, адже в умовах стабільності за захищеності від ризиків та зовнішніх шоків підвищувати резервні фонди є нераціональним використанням грошових ресурсів. Однак, слід пам'ятати, що вказаний інструмент носить довгостроковий характер та є одним із найнегнучкіших з ринкових інструментів монетарного регулювання. До його зміни слід відноситись достатньо обережно в силу того, що його частий перегляд може спричинити зменшення ефективності ведення банківського бізнесу внаслідок непрогнозованості майбутніх грошових потоків. Розвинуті країни застосовують НОР як дієвий метод активізації банківського кредитування при кон'юнктурних коливаннях. В Україні ж використання НОР поряд з іншими інструментами застосовується, в основному, для боротьби з інфляційними процесами. Якщо проаналізувати динаміку зміни даного інструменту в Україні, то з 2008 р. по 2014 р. НБУ вимагав резервування лише із залучених коштів в іноземній валюті, намагаючись вплинути таким чином на досить ризикове валютне кредитування та обмежити вихід банків на міжнародні фінансові ринки (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Динаміка зміни норм обов'язкових резервів за 2011-2017 рр. [149]

Рік	За строковими вкладами нефінансових корпорацій та домашніх господарств			За коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств	
	в нац. валюті	в іноземній валюті		в національній валюті	в іноземній валюті
		короткострокові	довгострокові		
2011	0	6	2	0	8
2012	0	9	3	0	10
2013	0	10	5	0	15
2014	0	10	7	0	15
2015		3		6,5	
2016		3		6,5	
2017		3		6,5	
2018		3		6,5	

Так, до кінця 2014 р. НОР диференціювались відповідно до валюти та терміну - за короткостроковими вкладами юридичних та фізичних осіб в іноземній валюті відрахування становили 10%, за довгостроковими – 7%; за поточними коштами домогосподарств – 15%, нефінансових корпорацій – 10%; від коштів, залучених від банків-нерезидентів – 5%. Однак, уже з кінця 2014 р. й по сьогодні НБУ суттєво змінив диференціацію – за строковими депозитами відрахування становлять 3%, за коштами на поточних рахунках – 6,5%, як в іноземній, так і національній валюті. Слід відмітити, що вкінці 2008 р. регулятор зобов'язав банки здійснювати щоденне 90% резервування коштів на коррахунках від суми обов'язкових резервів (включивши готівку в касах та ОВДП для уникнення зниження їх ліквідності). В 2009 р. банки на спецрахунку мали формувати спочатку 40%, а згодом 50% суми резервів. В цей же період НБУ підвищив НОР за валютними коштами до 4% (строкові вклади) та 7% (депозити на вимогу) з метою зниження рівня доларизації економіки України через стимулювання банків нарощувати ресурси в національній валюті. В 2010 р. НБУ ввів вимогу формувати на спецрахунку 100% суми резервів, проте лише з валютних депозитів, у 2011 р. знизив суму до 70%, при цьому на початок дня на коррахунку слід було формувати 25% суми резервів. Пом'якшення політики резервування в цей період можна було пояснити необхідністю підвищення ліквідності банківської системи України. З метою визначення дієвості вказаного інструменту грошово-кредитної політики, розглянемо його вплив на депозитний портфель банків та рівень їх доларизації (рис. 2.21).

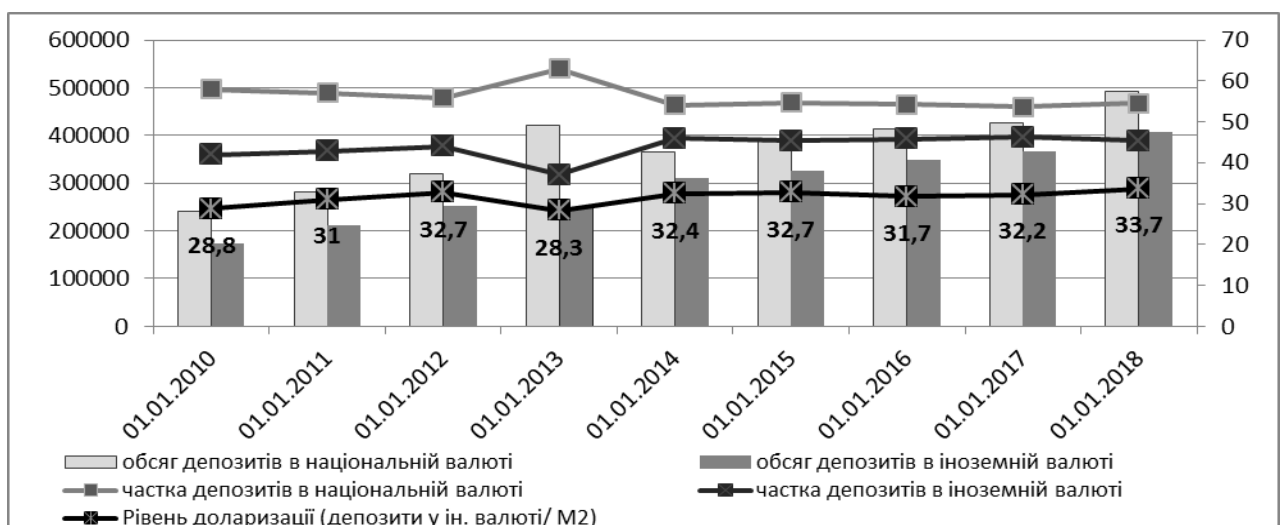


Рис. 2.21. Динаміка обсягів банківських депозитів і рівня їх доларизації за 2010 –2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Водночас, частка депозитів в іноземній валюті скоротилась із 48,3% в 2010 р. до 37% в 2014 р. При цьому, зниження вимог до резервування в іноземній валюті та впровадження їх у гривні зумовило вже у 2015 р. підвищення частки доларових депозитів до 45,9% та скорочення гривневих депозитів на 56 млн. грн. – до 365,4 млрд. грн. Отже, за аналізований період гривневі вклади перевищували валютні, проте рівень їх доларизації залишався все-таки досить високим – тримався в межах практично 29-34%, що засвідчує тенденції недовіри до національної валюти, а відтак й невіри в її стабільність, яку мав би забезпечити НБУ. Зауважимо, що часта зміна НОР негативно впливала на банківську діяльність, адже не дозволяла банкам здійснювати стратегічне планування. До прикладу, лише підвищення в 2011 р. резервних вимог до депозитів в іноземній валюті сприяло зниженню ставки за кредитами на 2,2% та депозитами на 3,7% в іноземній валюті. Водночас, ставка за депозитами в національній валюті, які виявились для банків дешевшими, мала тенденцію до зростання. Це призвело до підвищення ставки за кредитами, наданими в національній валюті, що, відповідно, збільшило частку проблемної заборгованості, адже позичальники не могли оплатити таку високу вартість кредиту.

Аналізуючи політику резервування з 2014 р. – періоду загострення кризових явищ, слід відмітити, що в цей рік сума коштів на коррахунках банківських установ значно перевищила суму обов'язкових резервів, зокрема таку ситуацію фахівці пояснюють значною девальвацією гривні та відповідною переоцінкою курсів. Зокрема, на 01.01.2015 р. обсяг сформованих банками резервів склав практично 39,5 млрд. грн., а сума, акумульована на коррахунках – біля 29 млрд. грн. (рис. 2.22).

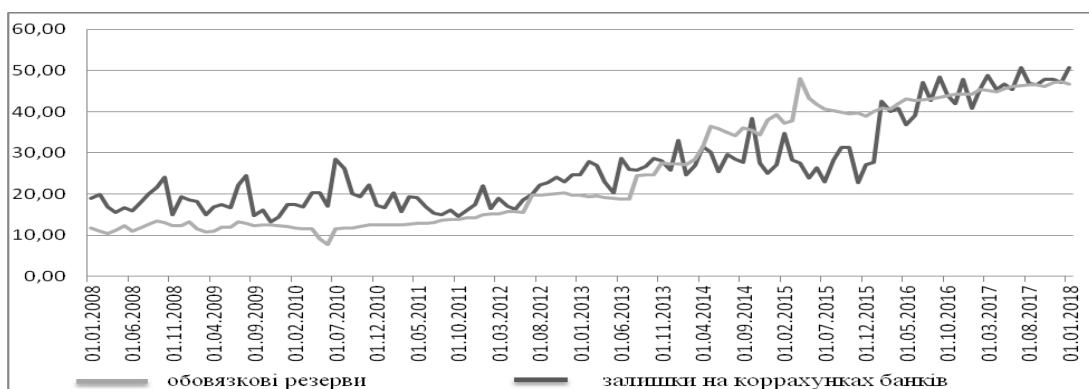


Рис. 2.22. Динаміка залишків на коррахунках банків та обов'язкових резервів за 2008-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

За таких обставин, НБУ не лише не знизив вимоги до формування обсягів резервів на рахунках, а й зобов'язав банки формувати резерви з гривневих депозитів та одночасно знизив процент резерву із валютних вкладів. Таке рішення НБУ можна пояснити спробою нівелювати курсові коливання, однак своєї цілі регулятор так і не досягнув. Проаналізуємо вплив зміни НОР на динаміку гривневих депозитів та кредитів банківських установ (рис. 2.23).

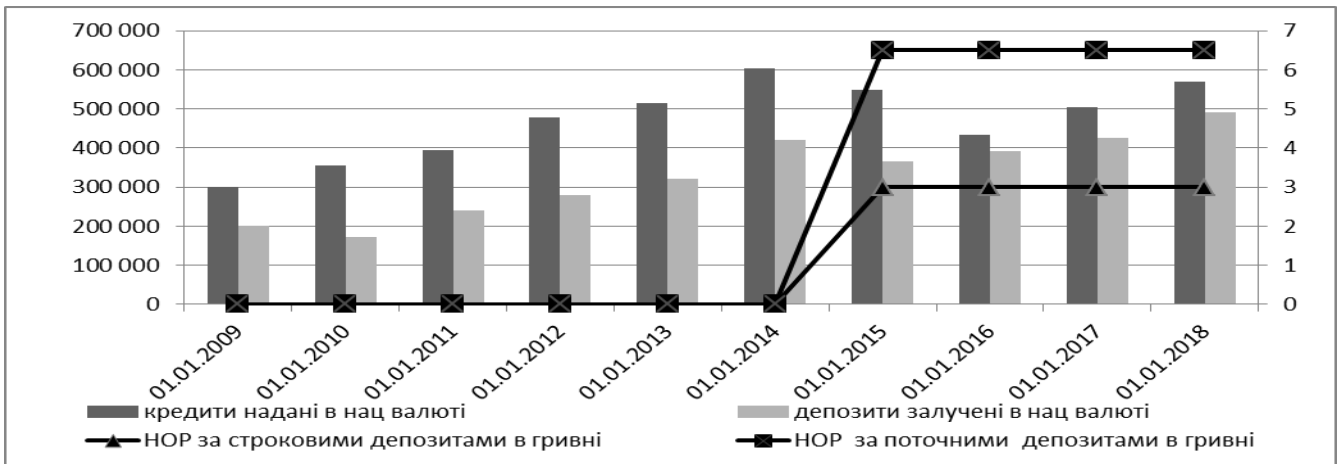


Рис. 2.23. Динаміка кредитів й депозитів банківської системи в національній валюті та НОР за 2009-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Як можемо спостерігати з рис. 2.25, зниження НОР до нульового рівня за гривневими вкладками у 2009-2014 рр. зумовило нарощення як депозитного, так і кредитного портфеля банків у національній валюті. Підвищення норми у 2015 р спричинило їх спад із подальшою зростаючою динамікою.

Розглянемо як вплинула зміна НОР на вклади в іноземній валюті (рис. 2.24).

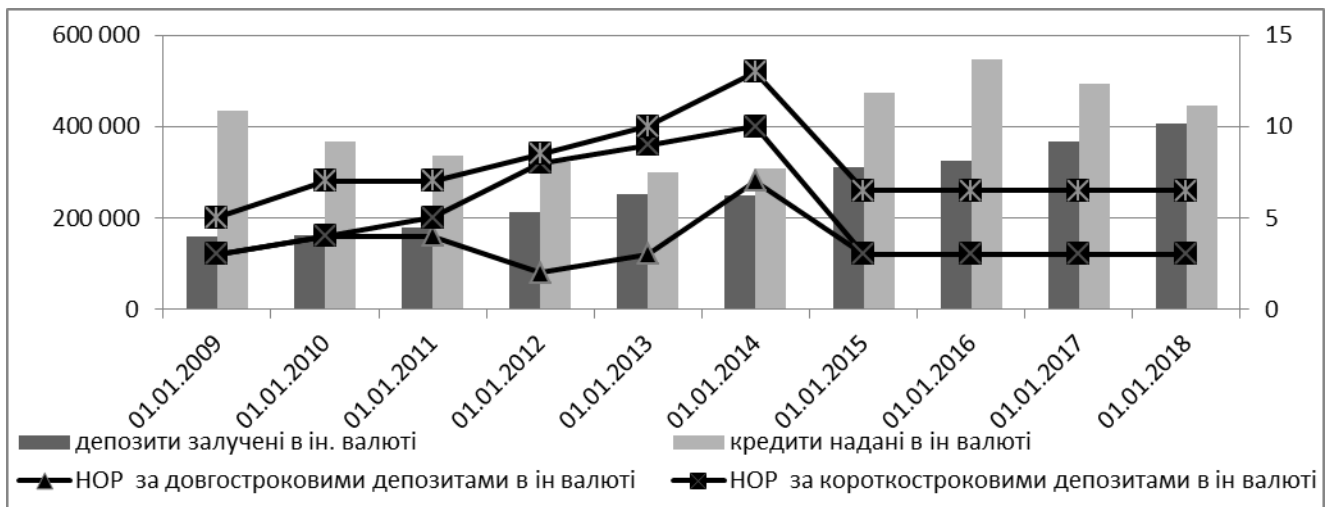


Рис. 2.24. Динаміка кредитів й депозитів банківської системи в іноземній валюті та НОР за 2009-2018 рр.

*Розраховано автором за даними [149]

Так, зміна НОР за вкладками в іноземній валюті практично не вплинула на позитивну динаміку валютного депозитного портфеля банків, лише змінювався його приріст. Водночас, валютне кредитування мало спадну динаміку до 2014 р., з наступним приростом до 2016 р. та спадною тенденцією до 2018 р. Отже, як можемо підсумувати, виходячи із частоти зміни політики щодо формування обсягів резервів, НБУ досить активно залучав вказаний інструмент в аналізований період. Проте, його використання не завжди приносило бажаний ефект та не зовсім відповідало наявному фінансово-економічному становищі в країні. Із цього можемо зробити висновок про незначну дієвість його застосування та недостатій вплив на ситуацію у фінансово-банківському секторі країни.

Здійснюючи операції на відкритому ринку, НБУ впливає на ліквідність банків та їх кредитний потенціал шляхом зміни процента на купівлю-продаж казначейських зобов'язань, а також інших цінних паперів (крім цінних паперів, що підтверджують корпоративні права). Водночас, дієвим такий інструмент може бути лише за наявності розвинутого ринку цінних паперів, який в Україні, як відомо, не є таким. Загалом, у розвинутих країнах операції на відкритому ринку є досить поширеним інструментом, проте в Україні він не набув належного застосування, що проявляється у неефективності операцій з ОВДП та РЕПО. Динаміка здійснення операцій з ОВДП відображена на рис. М1 Додатку М.

Отже, якщо за 2009 р. через операції з ОВДП в бюджет держави було залучено 9,7 млрд. грн., то до 2016 р. обсяг коштів значно зріс – 67,1 млрд. грн., що вказує на досить високу капіталізацію ринку. При цьому, якщо на первинному ринку в 2009 р. було розміщено 23,5 млрд. грн. ОВДП, то вже за підсумком 2015 р. – 218 млрд. грн., тобто обсяг зріс практично в 9 разів всього за 6 років. Разом з тим, таку популярність ОВДП можна пояснити їх високою дохідністю – як видно з рис. 2.27, в 2011 р. дохідність ОВДП була на 4% вищою ніж кредитних операцій банків, з 2012 р. їх дохідність дещо знижується – зокрема в 2012 р. майже на 3% від проценту за банківськими кредитами, 2013 р. – 9,5%, 2014-2015 рр. – близько 3,5%, 2016 р. – 8,3%, 2017 р. – 5,4%. Проте тут слід враховувати одну важливу деталь – ризиковість кредитних операцій на порядок вища ніж ОВДП. Саме тому банкам було вигідніше вкласти ресурси в ОВДП,

отримавши при цьому хороший прибуток, ніж кредитувати реальний сектор. Розглянемо динаміку операцій з розміщення цінних паперів на відкритому ринку (Додаток М, табл. М1). Так, динаміка купівлі ОВДП НБУ до 2012 р. мала тенденцію до зниження – якщо станом на початок 2010 р. портфель цінних паперів Нацбанку складав 39,4 млрд. грн., то вже у 2012 р. – 0,7 млрд. грн. Проте вже в 2013 р. НБУ нарощує даний вид портфелю – в 2013 р. до 28,5 млрд. грн., 2014 р. – 88,8 млрд. грн. Найвищий його показник становив 165,3 млрд. грн. в 2016 р. Станом на початок 2017 р. – 63,6 млрд. грн. Щодо суб'єктів господарювання, то найбільший обсяг цінних паперів було викуплено ними теж в 2014 р. Так, станом на початок 2015р. він склав 696,9 млрд. грн., станом на початок 2017 р. – 152,5 млрд.грн.

Розглянемо розподіл ОВДП за власниками (Додаток М, рис. М2). Так, до початку 2016 р. спостерігалась динаміка нарощення регулятором портфеля ОВДП. Зокрема, якщо ще на початок 2010 р. його обсяг становив 42,4 млрд. грн., то за 2014 р. НБУ придбав ОВДП на суму 149 млрд. грн. (97 млрд. грн. – ОВДП, призначене для покриття дефіциту НАК «Нафтогаз»), а вже в 2016 р. - 389,9 млрд.грн., тобто приріст склав 919% або 347,5 млрд.грн. Станом на початок 2018 р. обсяг портфеля становив 360,5 млрд.грн. Таке колосальне нарощення операцій НБУ з ОВДП засвідчує лише те, що фактично ним проводилось фінансування дефіциту бюджету країни (Додаток М, рис. М3). Як можемо побачити з рисунку, регулятор здійснював операції з ОВДП під потреби держави, принаймі до 2014 р. В наступні роки хоча дефіцит бюджету суттєво не змінився, проте НБУ продовжував збільшувати портфель ОВДП (рис. 2.25).

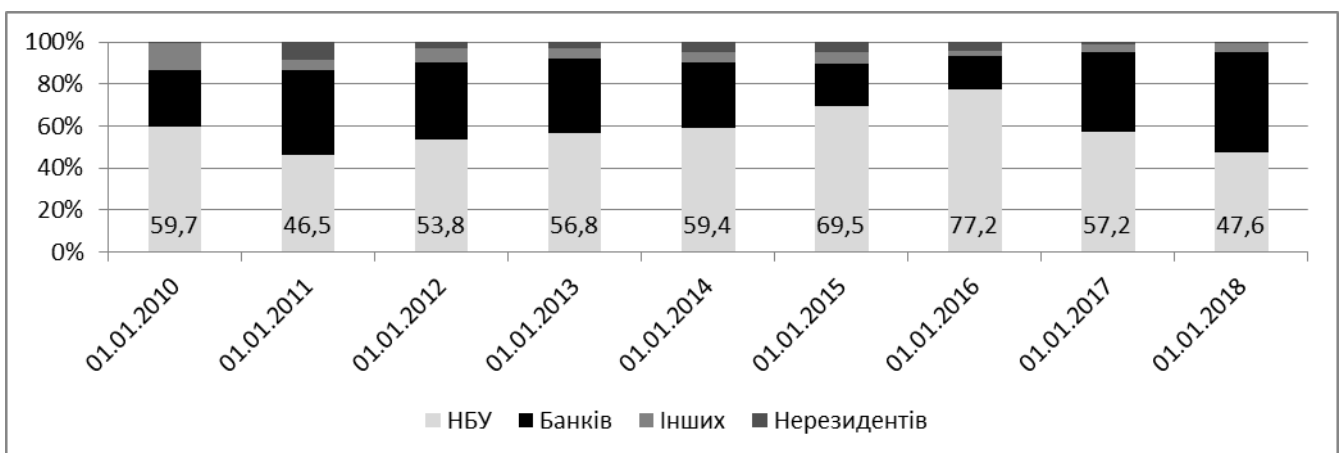


Рис. 2.25. Розподіл ОВДП, які знаходяться в обігу в розрізі власників за 2010-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Ми вважаємо, що така політика ЦБ України яскраво свідчила про низький рівень його незалежності, що не дозволяло якісно регулювати грошову масу. Так, частка ОВДП в портфелі НБУ за весь аналізований період була досить суттєвою – 46-77%. А за таких обставин фінансування бюджетного дефіциту через емісійний канал провокує інфляційні процеси та спричиняє девальвацію національної валюти (рис. 2.26).

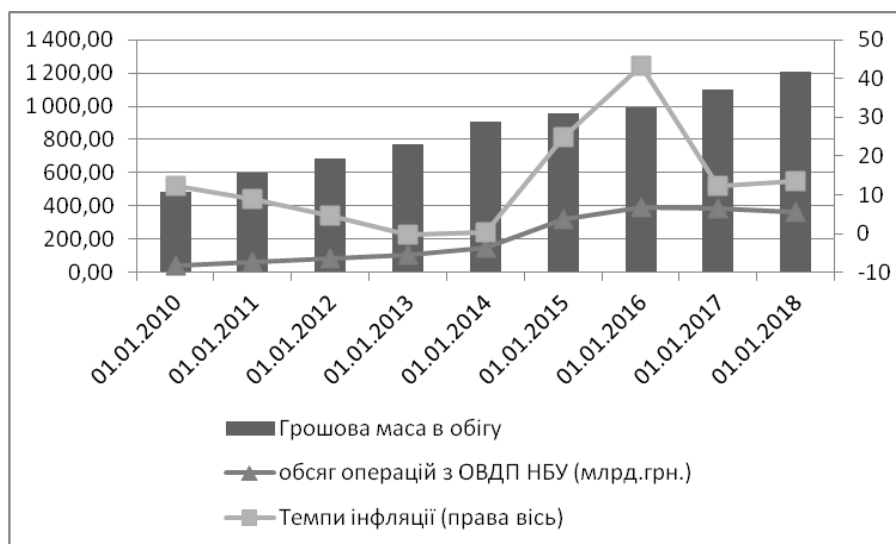


Рис. 2.26. Динаміка операцій з ОВДП, грошової маси й інфляції за 2010-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Якщо на початку 2010 р. у розпорядженні НБУ знаходилось 48,5% від загальної суми випущених ОВДП, то вже в 2016 р. – 77,2%, тобто збільшення становило практично 30%. Тоді як комерційні банки знизили частку їх купівлі з майже 60% у 2008 р. до 20,4% в 2015 р., тобто скоротили практично на 40% з подальшою динамікою до зниження аж до 16% в 2016 р. На початок 2018 р. їх частка склала 47,7%. При цьому можемо спостерігати чітку тенденцію щодо збільшення грошової маси із збільшенням купівлі національним банком ОВДП.

При цьому, як вже зазначалось, спрямування банками коштів в більш дохідні державні облігації (Додаток М, рис. М4), обмежує їх вкладення в реальний сектор економіки. Так, процентна ставка за ОВДП майже за всі аналізовані роки (крім 2015-2017 рр.) була вищою за дохідність міжбанківських кредитів. Різниця між ними складала від 2% до 8%, при тому, що ставка за банківськими кредитами була несуттєво вищою за проценти за ОВДП. Цілком очевидно, що банківські установи спрямовували ресурси туди, де існувала більша вигода. Тому склалась ситуація, що банкам були більш вигідні операції з ОВДП, аніж спрямування ресурсів на

міжбанківський ринок, не говорячи вже за активізацію кредитної діяльності.

Із вище проведеного аналізу можна зробити висновок щодо недостатньої дієвості вказаного інструменту за аналізований період в силу його нецільового використання. Відтак, з метою забезпечення вищого ефекту від операцій з державними цінними паперами для економічного розвитку країни слід налагодити механізм випуску ОВДП під цільові інвестиційні програми, що сприятиме розвитку стратегічних галузей промисловості та ключових секторів економіки. Адже саме перерозподіл тимчасово вільних коштів банків з кредитного портфеля у портфель боргових цінних паперів держави створює дефіцит кредитних ресурсів для реального сектору, оскільки, розміщуючи надлишкову ліквідність у короткострокових (до 14 днів) сертифікатах НБУ за ставками на рівні 18% річних і вище або переводячи кошти з сертифікатів НБУ у портфель ОВДП, вони уникають надлишкової ризиковості неповернення коштів. Адже ці два інструменти є безпечнішими та прибутковішими інвестиційними проектами (ОВДП для довгострокових вкладень, сертифікати НБУ – для короткострокових) на тлі проблемності більшості позичальників реального сектору.

Розглянемо особливості здійснення валютно-курсової політики (ВКП). На сайті НБУ зазначається, що метою розробки та реалізації валютної політики є підтримка макроекономічної рівноваги в країні, забезпечення стійкого економічного зростання, підтримка цінової стабільності, рівноваги платіжного балансу тощо [149]. Проаналізуємо, чи була спрямована діяльність ЦБ на досягнення вказаних цілей. Розпочнемо аналіз із валютного режиму країни. Так, починаючи із грошової реформи в Україні та прийняття Конституції, НБУ в своїй монетарній політиці фактично притримувався монетарного режиму фіксованого валютного курсу. Така політика, враховуючи стан національної економіки та її структуру, була необхідною, адже дозволяла підтримувати цінову стабільність, яка виступає запорукою добробуту всіх економічних агентів. Однак, її ефективність не завжди була високою, оскільки вона не мала гнучкості і оптимальної реакції на динаміку сальдо платіжного балансу, яке в основному залежить від цін на експортовану сировину та імпортовані енергоносії.

Так, динаміка офіційного валютного курсу не відповідала динаміці сальдо

платіжного балансу, а стабільність валютного курсу досягалася за рахунок зменшення ЗВР (рис. 2.27). З метою більш ефективного управління валютним курсом та забезпечення валютної і цінової стабільності, НБУ необхідно було провести повзучу девальвацію з метою корегування сальдо платіжного балансу, що знизило б девальваційні ризики в 2014 році.

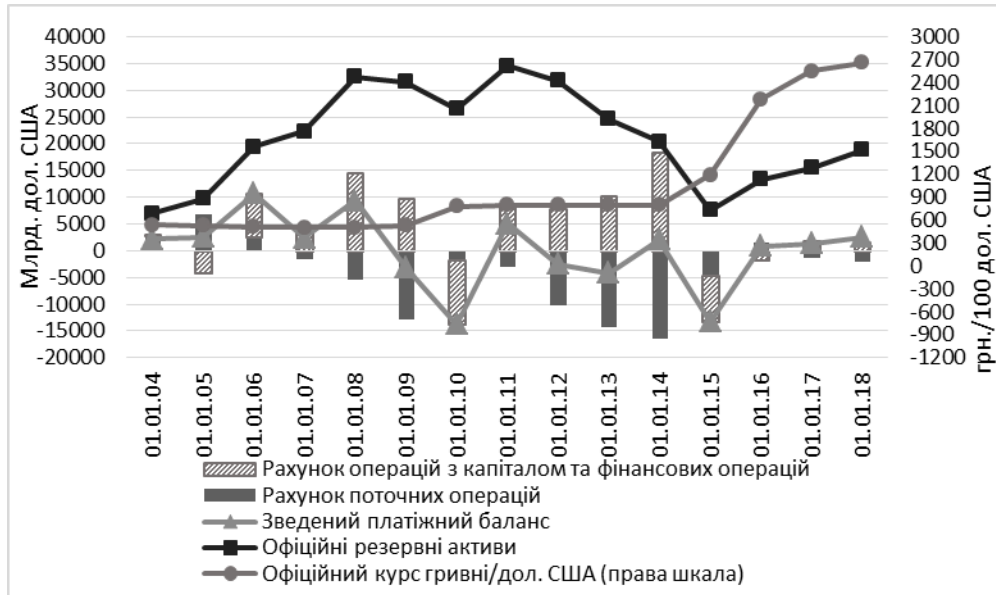


Рис. 2.27. Динаміка платіжного балансу, офіційних резервних активів та офіційного курсу гривні у 2003-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Окрім цього, важливим елементом забезпечення стабільності мало б бути стимулювання імпортозаміщення та зниження енергоємності ВВП, що знизило б негативне сальдо рахунку поточних операцій і в цілому сальдо платіжного балансу. Однак, політика НБУ та уряду в цьому плані носила недалекоглядний характер. Через жорстку прив'язку курсу гривні до долара США, відсутності реальних економічних реформ, разом із зниженням цін на світових ринках на вітчизняну сировинну продукцію відбулося значне погіршення сальдо платіжного балансу та зниження обсягів ЗВР, що призвело до девальвації та росту інфляції в 2014-2015 роках. В цьому випадку, на початку 2014 року, інфляційні процеси в Україні визначала саме девальвація гривні, а не зростання грошової маси, адже зниження вартості національної валюти призводило до зростання цін на імпортні товари, зокрема енергоносії. При чому на тлі збільшення інфляції у дійсності відбувалося згортання виробництва і значне падіння ВВП, а також зменшення обсягів грошової маси в економіці (рис. 2.28).

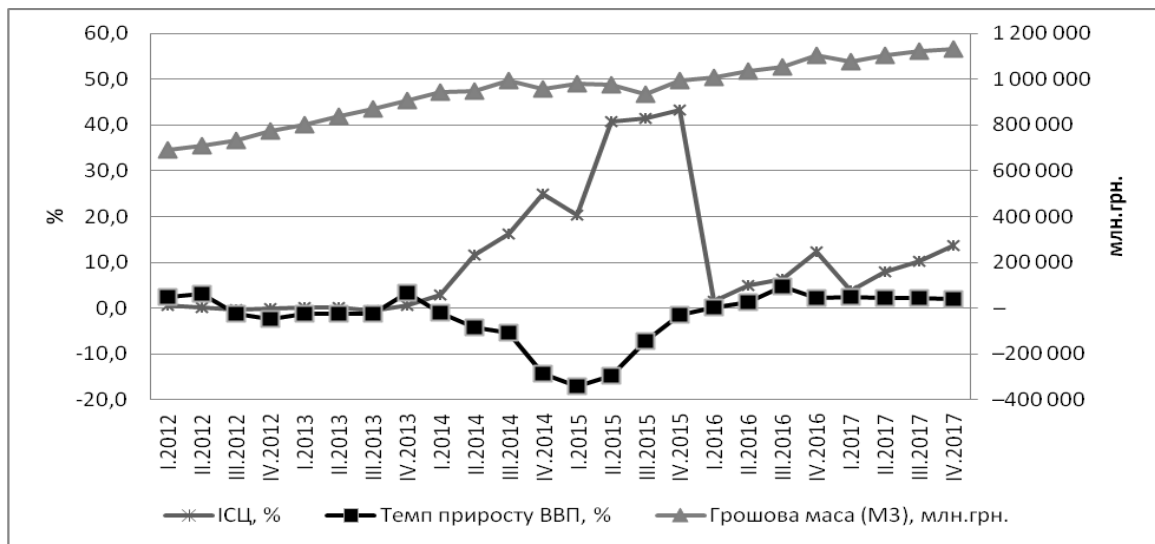


Рис. 2.28. Динаміка індексу споживчих цін, темпів приросту ВВП та грошової маси в Україні у 2012-2017 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Наприкінці 2014 року інфляція увійшла у фазу галопуючої, а економіка перемістилась у стадію глибокої депресії та стагфляційної кризи. У I кварталі 2015 року разом зі зростанням інфляції відбулось падіння ВВП на 17%. Інфляція у цій неklasичній ситуації мала характер не інфляції попиту (яку обмежують через скорочення грошової маси), а інфляції витрат (через зростання тарифів і збільшення цін імпорту внаслідок девальвації гривні). Таку інфляцію знижують через забезпечення валютної стабільності та стимулювання пропозиції товарів за рахунок імпортозаміщення і насичення внутрішнього ринку вітчизняними товарами [132].

Однак, НБУ в цих умовах оголосив про зміну монетарного режиму з де-факто таргетування валютного курсу на інфляційне таргетування, для введення якого абсолютно не було забезпечено як макроекономічних (демонополізація, дедоларизація, наявність розвинутого внутрішнього ринку, переважання технологічного експорту над сировинним, малий процент тіньової економіки), так і технічних (ефективна процентна політика НБУ, прозорий механізм рефінансування) умов. При цьому, НБУ різко зменшив свою присутність на валютному ринку, що разом із введенням жорстких валютних обмежень призвело до зниження операцій на міжбанківському валютному ринку, а, це, в свою чергу, спричинило тінізацію валютного ринку, що негативно вплинуло на цінову стабільність (рис. 2.29).

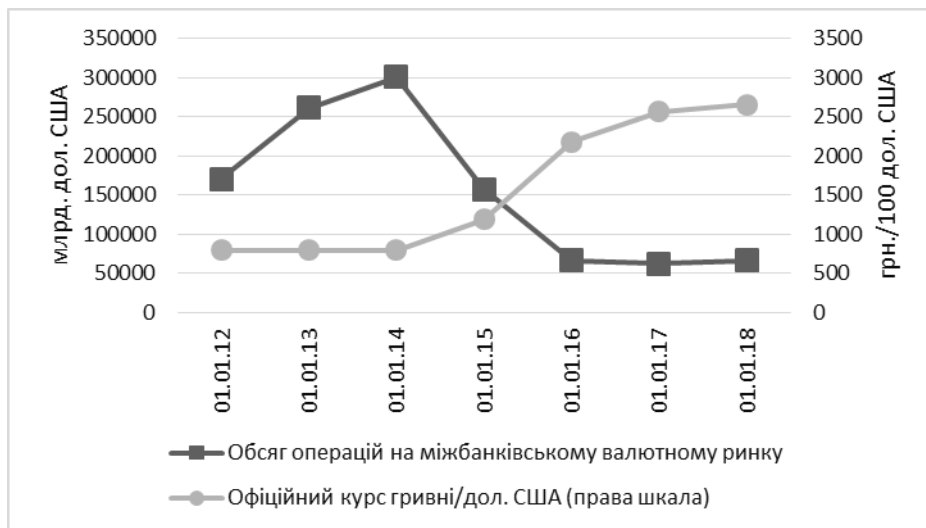


Рис. 2.29. Динаміка операцій на міжбанківському валютному ринку (купівля/продаж в доларовому еквіваленті) та офіційного курсу гривні у 2011-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Слід зауважити, що така ситуація склалась і через ігнорування керівними органами в той час важливості курсової стабільності гривні, що мало своїм наслідком відмову від гривні на користь долара США, сприяло подальшому прискоренню інфляційних процесів й розвитку спекулятивного валютного ринку (рис. 2.30).

Таким чином, ігнорування керівними органами ЦБ того факту, що стабільність грошової одиниці формується через внутрішню (інфляція) та зовнішню (валютний курс) стабільності, призвело до значного знецінення гривні та тотального зубожіння більшості населення.

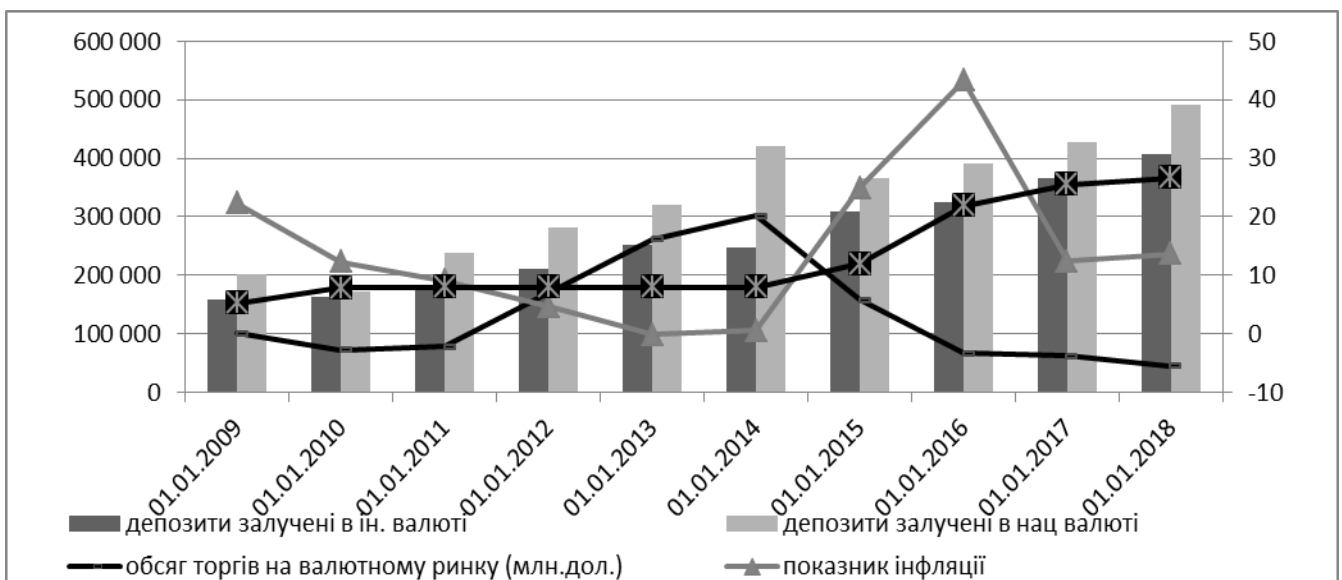


Рис. 2.30. Динаміка депозитів, інфляції та обсягу операцій на валютному ринку за 2009-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Якщо проаналізувати міжнародну практику щодо питання лібералізації та регулювання валютної політики, то МВФ у своєму щорічному звіті за 2016 рік вказує, що лише 29 країн-учасниць МВФ (із 289) застосовують режим «вільного плавання», 36 використовують режим «плаваючого курсу» з відповідними формами управління [149]. Слід, однак, зазначити, що серед цих країн такі економічно розвинуті країни як США, держави Євросоюзу та Організація європейського співробітництва та розвитку (ОЕСР). При цьому такі учасниці ОЕСР як Туреччина і Чилі в своїх країнах обмежились режимом обмеженого плавання. Не зобов'язувало переходу до вільного плавання гривні й підписання Угоди з ЄС. Так, в ній зокрема йдеться про необхідність протягом чотирьох років створення умов для вільного руху капіталу, пов'язаного з надходженням прямих інвестицій; з наданням кредитів (стосуються торговельних операцій); з портфельними інвестиціями і фінансовими позиками (ст. 145, 147 Угоди [146]). І тільки із завершенням п'ятого року чинності Угоди мало вирішуватись питання подальшої лібералізації. Більше цього, в Угоді чітко зазначається, що «...коли короткотермінові рухи капіталу ... вносять значну напругу на ринки іноземних валют та ведуть до серйозних розладів у здійсненні грошової та валютної політики будь-якої держави-члена», то держава може використати захисні методи. Така позиція ЄС, на нашу думку, наділена досить чіткою логікою – спочатку НБУ слід було створити необхідні умови для проведення лібералізаційних заходів, після чого вирішувати, який курсовий режим обрати відповідно до ефективності здійснених реформ. Слід також відзначити, що проведена регулятором політика сприяла доларизації вітчизняної економіки через створення умов для розвитку валютного кредитування. Так, майже половина виданих кредитів в докризовий період були у валюті, що згодом, в умовах значної девальвації гривні, призвело до неможливості більшості позичальників погасити кредити, значна частка яких стали проблемними (Додаток Н, рис. Н1).

Так, в докризові роки частка кредитів наданих в іноземній валюті складала 40-55%. Лише з 2009 р. вона набула тенденцію до зниження – з 54,7% в 2009 р. до 33,8% в 2014 р. Однак, вже станом на початок 2015 р. різко підвищилась до 47%. Водночас частка кредитів в іноземній валюті, наданих банками недепозитним корпораціям, від загального обсягу кредитів в іноземній валюті з початку 2010 р. до 2015 р. зростає

практично на 26%. При цьому, якщо частка проблемних кредитів від наданих кредитів 2008 р. становила 1,3-2,3%, то з 2009 р. різко піднялась до 9,3%, у 2015 р. – до 13,5%.

В першу чергу, така ситуація була обумовлена неможливістю позичальників покривати наявні курсові ризики, зумовлені значною девальвацією гривні. Адже практична відсутність доходів в іноземній валюті спричинила необхідність погашення кредитів шляхом конвертації гривні в іноземну валюту. При цьому, ще на початку кризового періоду основними антикризовими заходами НБУ було проведення періодичних інтервенцій в намаганні стабілізації курсу гривні, та згодом регулятор перестав виходити на міжбанківський ринок. Така його пасивність, навіть поряд із фінансовим вливанням від МВФ, спричинила суттєву девальвацію гривні на 60% (5 грн/дол. до 8 грн/дол.). У цей період спостерігався ажіотажний попит на валюту, що значно перевищував її пропозицію. Щоб стабілізувати курс, НБУ почав знову здійснювати інтервенції та вводити валютні обмеження, що не на довго спинило курсовий обвал, проте не дало змоги стабілізувати курс і суттєво вплинуло на економічний розвиток України. Про це яскраво свідчать показники як банківської системи країни, так і ключові макропоказники держави. Період 2008-2013 рр. характеризувався збільшенням дефіциту бюджету, сповільненим ростом ВВП, значним зниженням ЗВР та зовнішнім борговим навантаженням, великими проблемами банківської системи, пришвидшенням інфляції та девальвації національної валюти. Такі негативні показники фінансово-економічної системи спричинили другий виток кризи, який взяв свій початок у 2014 р. та проявився у суттєвому знеціненні гривні (практично на 200%) та скороченням ЗВР країни (рис. 2.31). Однією з причин значної девальвації гривні в 2014 р. був також перехід до механізму вільного курсоутворення. Зокрема, у 2017 р. обсяг операцій на валютному ринку скоротився практично на половину як на міжбанківському його сегменті, так і на готівковому (Додаток Н, табл. Н1). При цьому валютні інтервенції знизились із 10,4 млрд.дол. в 2010 р. до 3,3 млрд.дол в 2017 р. Власне, при політиці вільно плаваючого валютного курсу, здійснення інтервенцій не має порушувати фінансовий стан держави, а обсяг ЗВР має бути достатнім для підтримки гривні. Тому, знецінення гривні було виключно на відповідальності НБУ, який в 2013-2014 рр. не лише здійснював адресні інтервенції за

пільговим курсом, а й значно спростив доступ до кредитів рефінансування, які надавались в значних обсягах та кошти, від яких осідали на валютному ринку (в 2013 р. – 39,1 млрд. дол., січень 2014 р. – 45,1 млрд. дол.).

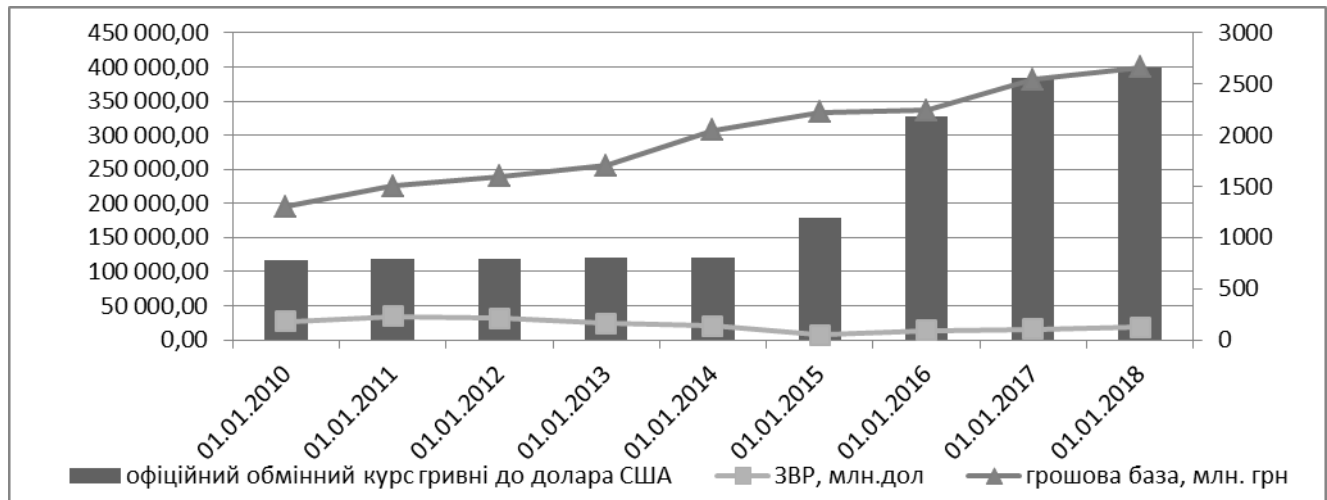


Рис. 2.31. Динаміка курсу гривні, грошової бази та ЗВР країни за 2010-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Таким чином, у лютому 2015 р. курс гривні знизився на 71,8%, що ще більше загострило економічну ситуацію в країні.

Відтак, внаслідок непередуманих дій НБУ та жорстких обмежувальних заходів щодо купівлі-продажу іноземної валюти (обов'язковий продаж валютної виручки, добові ліміти на продаж іноземної валюти громадянам та на її отримання через каси банків тощо) макроекономічна стабільність держави суттєво похитнулась. Так, НБУ у 2014 р. зобов'язав експортерів продавати свою виручку, спочатку у 100% розмірі (пізніше 65%), але це несуттєво вплинуло на стан валютного ринку країни. В 2015 р., в умовах гострої девальвації гривні (практично на 300%), регулятор впровадив нові валютні обмеження, які дозволили втримати курс національної валюти в коридорі 24-27 грн/дол. Проте така ситуація зумовила значний вплив вкладень з банківських установ (лише в рік другого витка кризи банківська система втратила біля 125 млрд.грн. (у переведенні доларових депозитів у гривню – 180 млрд.грн.), що склало 29% від всього обсягу їх депозитного портфеля), «втечу» інвестиційного капіталу за межі країни (за даними Державної служби статистики України 13 млрд. дол.), значне скорочення ліквідності банків, підвищення девальваційних очікувань та значну втрату довіри до банківської системи. Також призвела до переходу інфляції у фазу

галопуючої, зростання безробіття, суттєвого зниження банківської підтримки реального сектора та критичного скорочення доходів населення.

Отже, стабілізаційні заходи, які застосовував НБУ в умовах кризи, були нівельовані валютно-курсовою політикою, оскільки основною метою вилучення надлишкової ліквідності було запобігання можливим спекуляціям на валютному ринку. А спрямованість ВКП на забезпечення курсової стабільності неринковими методами спричинило критичне зниження рівня ЗВР та девальвацію гривні, що негативно вплинуло практично на всі сфери економіко-соціального життя країни. Більше того, попри те, що система плаваючого валютного курсу виступає дієвим інструментом саморегулювання платіжного балансу, його впровадження в Україні мало, на наш погляд, поспішний характер. Фактично, його запровадження поставило нашу державу у цілковиту залежність від зовнішніх шоків, адже на сьогодні монетарна політика перебуває у повній залежності від іноземних запозичень, а валютна криза спричинила банківську кризу. Тому досить логічно, що лібералізація валютного курсу мала б відбуватись у період стабільності, а не в кризовий період, як це сталось в Україні, адже за умов кризових явищ девальвація національної валюти посилюється, що не дозволяє досягнути мети лібералізації. Слід зауважити, що валютна політика також багато в чому залежить від загального спрямування ГКП. А за умов режиму ІТ із притаманними для нього недоліками в умовах, у яких перебуває економіка України, таких як низька дієвість процентного каналу, невисокий рівень незалежності НБУ, високі показники дефіциту бюджету, його застосування не може бути ефективним.

Отже, підсумовуючи відмітимо, що комплекс заходів та монетарних інструментів, які має у своєму розпорядженні НБУ, відповідає тим, що використовують центральні банки провідних країн світу. Та питання в тому, наскільки адекватне їх застосування на тому чи іншому етапі розвитку країни. Адже не всі заходи та цілі ГКП розвинутих і процвітаючих економік можна співвіднести на економіку нашої держави. Також, якщо врахувати стан економіко-політичної та соціальної ситуації в Україні та необхідність орієнтуватись на довгострокову перспективу, то ефективність інструментів ГКП має визначатись мірою досягнення таких стратегічних макроцілей як економічний ріст та інноваційний розвиток.

2.3. Вплив грошово-кредитної політики Національного банку України на функціонування банківського сектору і макроекономічну стабільність

Уряд разом із НБУ несуть основну відповідальність за макроекономічну стабільність та ефективність фінансово-банківської системи країни. На жаль, регулятором на сьогодні ще досі не встановлені дієві та чіткі правила, які б дозволили в стратегічному аспекті забезпечити ефективне функціонування банківського сектору та сфери грошового обігу, на основі яких би забезпечувалось довготермінове зростання вітчизняної економіки та стабілізація фінансового стану країни.

Для аналізу впливу монетарного регулювання на макроекономічну стабільність країни, проаналізуємо, найперше, структуру активів центрального банку, які суттєво впливають на основні макропоказники країни, в тому числі й на курс гривні, а відтак і на фінансову та макроекономічну стабільність. Так, якщо до 2008 р. монетарна база створювалась на основі накопичення чистих активів ззовні, а бюджетний дефіцит покривався урядом, то з початком кризових явищ ситуація кардинально змінилась (рис. 2.32).

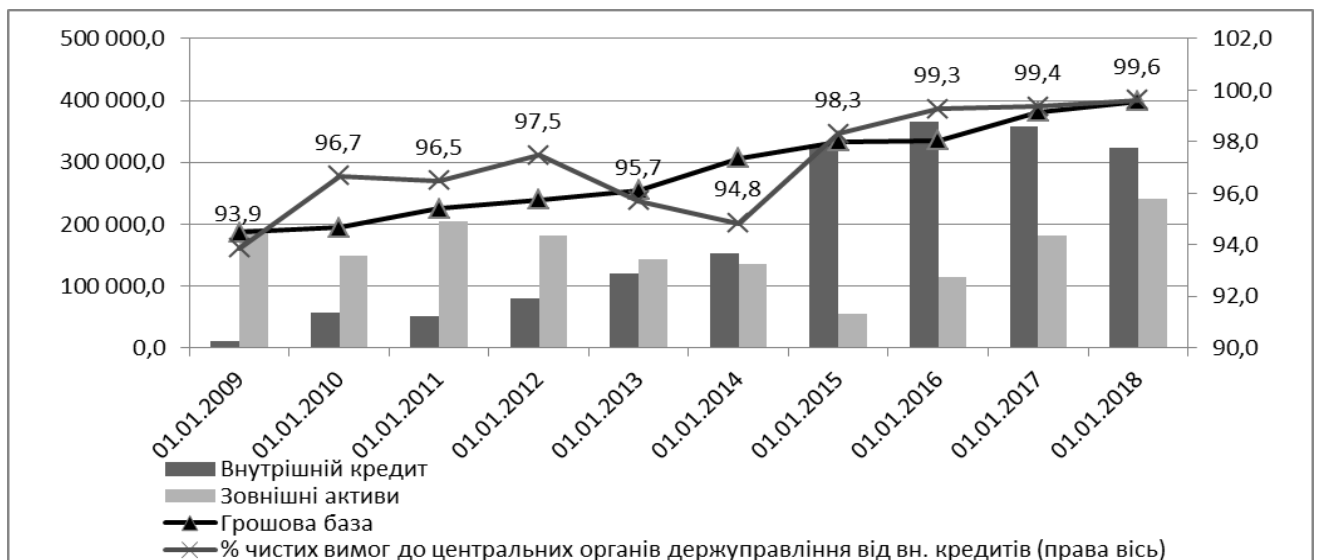


Рис. 2.32. Динаміка формування монетарної бази НБУ за 2009-2018 рр. *

*Розраховано автором за даними [149]

Якщо проаналізувати 2009-2012 рр., то помітнішу роль у формуванні грошової бази відігравали зовнішні активи, а з 2013 р. – внутрішні, адже цей період характеризувався зниженням валютних резервів країни та відпливом капіталу за межі держави. Як вже зазначалось в попередньому підрозділі, внутрішні активи НБУ

здебільшого складались із покриття держборгу, а відтак можна вести мову про кредитування уряду. До прикладу, на початок 2018 р. із 323,7 млрд.грн. внутрішніх активів 322,4 млрд. грн. (а це 99,6%) склали чисті вимоги до органів держуправління. Таким чином, стає очевидним той факт, що дії НБУ у вказаний період донедавна аж ніяк не відповідали цілі стабілізації макроекономічної ситуації в країні адже додаткова емісія грошей замість того, щоб потрапити в реальний сектор ціленаправлено вливалась у покриття боргів уряду.

Нагадаємо, що 2014 р. був одним із ключових в політиці НБУ, адже саме тоді відбулись перехід на інфляційне таргетування та відв'язка курсу гривні від долара. Оскільки такі дії носили досить дискусійний характер та в зв'язку із суттєвим значенням валютно-курсової політики в контексті впливу на макроекономічний стан країни, проаналізуємо як же склад активів ЦБ впливає на курс. З теорії відомо, що економічна стабільність спричиняє вливання в країну валюти та інвестицій, що зумовлює ріст золотовалютних резервів при невисокому внутрішньому кредитуванні. Це пояснює переважання зовнішнього кредиту в активах НБУ до 2008 р., а відтак і стійкість національної валюти, адже обсяг валютних резервів постійно підвищувався. В кризовий період, в умовах відтоку капіталу, НБУ почав фінансувати держборг, що обумовило переважання внутрішнього кредитування над зовнішнім, наслідком чого стало значне знецінення гривні (рис. 2.33).

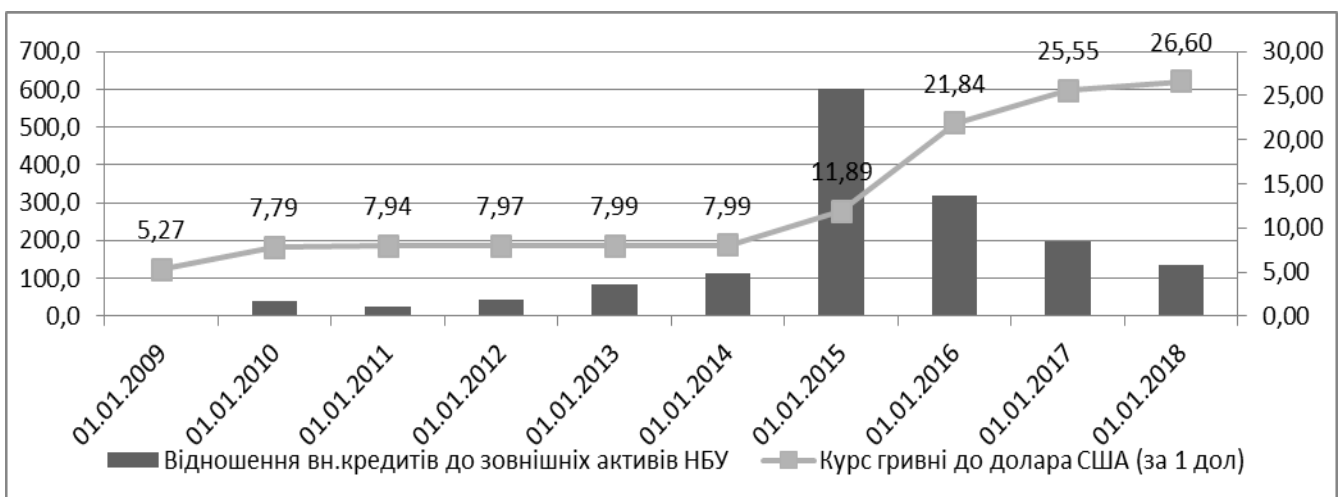


Рис. 2.33. Відношення внутрішнього кредитування до зовнішніх активів центробанку України та курс гривні за 2009-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Так, на курс гривні має значний вплив динаміка зовнішніх активів, адже якщо

сальдо поточних операцій позитивне чи в країну вливаються прямі інвестиції, зовнішні активи зростають, що виступає передумовою стабільності гривні (адже зростають ЗВР). В протилежному випадку, навіть за умови підтримки курсу, валютні коливання є неминучими (що ми могли спостерігати в Україні в періоди валютних криз). Відтак, достатній рівень ЗВР відіграє досить важливу роль у забезпеченні макроекономічної стабільності країни. Проаналізуємо наскільки адекватним був рівень ЗВР України (рис. 2.34).

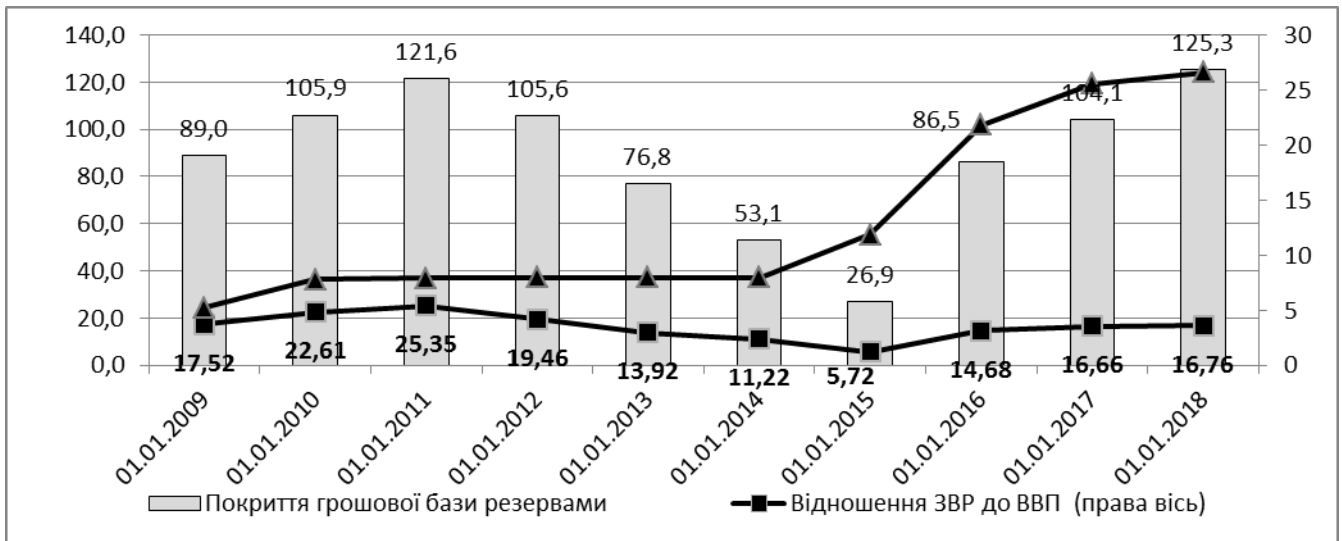


Рис. 2.34. Відношення ЗВР до ВВП та ЗВР до грошової бази та динаміка курсу гривні за 2009-2018 рр.

*Розраховано автором за даними [149]

Найбільш загальноприйнятими критеріями зазвичай вважають показник ЗВР до ВВП країни та до грошових агрегатів, здебільшого до грошової бази. Так, показник золотовалютних резервів до ВВП в Україні є характерним для країн такого типу. До 2012 р., окрім кризового 2008 р., який охарактеризувався значним обвалом національної валюти, що спричинило зменшення ВВП в доларовому еквіваленті, золотовалютні резерви до ВВП перебували в районі 18-25%, що є достатнім в контексті забезпечення макроекономічної стабільності. Проте уже в 2014-2015 рр. в зв'язку із дуже несприятливим мікрокліматом, ми могли спостерігати погіршення показника резервів по відношенню до ВВП. Так, в 2015 р. він становив всього 5,7%, тому регулюючі органи були достатньо обмежені у спробах використання ЗВР з метою забезпечення макроекономічної стабілізації та нівелювання зовнішніх чинників впливу. Зазначимо, що емісія грошей має покриватися валютними запасами на 100% (за практикою інших країн), якщо вона 70% і нижче - то підвищується ризик

знецінення національної валюти через неспроможність ЦБ підтримати курс.

Також можемо простежити чіткий зв'язок між аналізованими показниками, особливо чітко між динамікою курсу гривні та покриттям грошової бази резервами, коли зменшення резервів призводило до валютних шоків, відтак порушувалась макроекономічна стабільність держави, адже поряд з ними (як наслідок) розкручувалась інфляційна спіраль із одночасним ростом цін на товари і послуги (рис. 3.35).

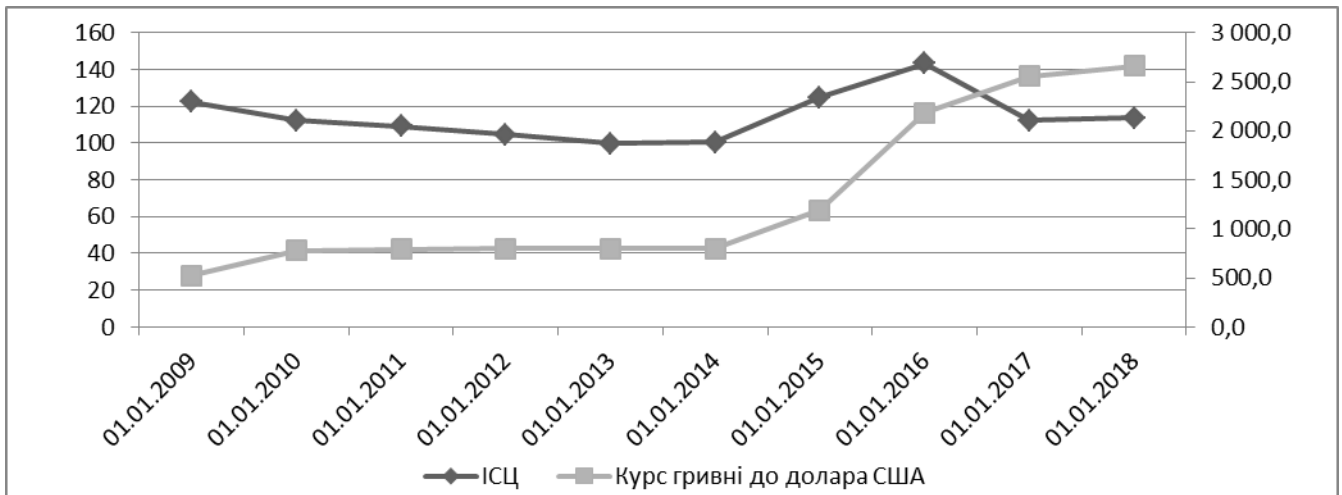


Рис. 3.35. Динаміка курсу гривні та інфляції за 2009-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Нівелювати наявні в той час в банківській системі негативні явища не дозволяв низький рівень золотовалютних запасів. Із цього можемо зробити висновок, що економіка країни дуже чутлива саме до курсової стабільності, що проявляється в інфляційних процесах та спричиняє доларизацію економіки, адже іноземна валюта сприймається як більш надійне джерело інвестицій. А тотальне знецінення гривні сприяло виникненню нових витків інфляційної спіралі, що, в свою чергу, відображалось на конкурентоздатності нашої продукції, а тому спричиняло дефіцит платіжного балансу, що створювало нові передумови для знецінення гривні.

Проаналізуємо, яким чином значний рівень інфляції та девальвація гривні вплинули та заощаджувальну функцію населення, яка виступає фінансовою базою для активізації кредитування реального сектору, а відтак й від її ефективності залежить й економічний розвиток країни. Так, в Україні в періоди загострення кризових явищ присутня динаміка надання переваги більш ліквідним активам – а саме готівці. Як можна побачити на рис. 2.36 до 2014 р. була спадна динаміка частки

готівки в структурі грошової маси, водночас, швидкість обертання її мала позитивну динаміку – із 4,7 об. за підсумком 2009 р. до 5,5 об за підсумком 2013 р.

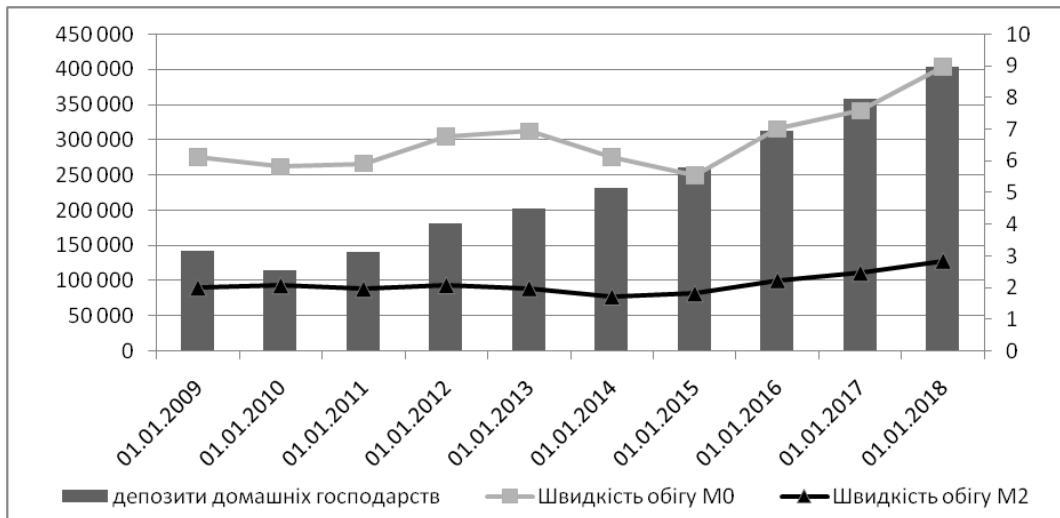


Рис. 2.36. Динаміка заощаджень населення та швидкостей обертання M0 та M2 за 2009-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Водночас за цей час питома вага готівки в структурі грошової маси знизилась із 32,2% до 26,3% відповідно. 2014-2015 рр. характеризувались сповільненням швидкості обертання грошей до 4,7 об. Проте вже за підсумком 2015 р. швидкість суттєво зросла – до 5,9 об., на початок 2017 р. – 6,3 об. В період 2015-2017 рр. питома вага готівки мала спадну динаміку – з 29,6% до 28,5% відповідно.

Така динаміка питомої ваги готівки та швидкості її обертання засвідчує перетік ресурсів із банківської системи в інші джерела інвестування, що зменшує заощаджувальні процеси в країні, а відтак спричиняє несприятливі умови для активізації кредитування реального сектору економіки. Так, якщо в 2014 р. заощадження становили 116,2 млрд. грн., то в 2015 р. склали всього 30,8 млрд. грн., а вже на початок 2017 р. - (-) 17,9 млрд. грн.

Тому однією із стратегічних місій як НБУ, так і держави, має стати стимулювання та відновлення заощаджувальної функції домашніх господарств через забезпечення довіри до банківської системи завдяки стабілізації валютного курсу гривні та зниження інфляції. Адже підтримка на достатньому рівні заощаджень виступає підґрунтям до економічного розвитку та збереження валютних резервів країни, що є основою протидії макроекономічній нестабільності та ризикам [149].

Варто також відзначити, що саме тоді, коли більшість розвинутих країн

використовували інструменти для реалізації монетарного стимулювання, в нашій державі, без врахування 2013-2014 рр. застосовувалась стримуюча грошово-кредитна політика (рис. 2.37), що відповідним чином відобразилось на рівні монетизації економіки країни.

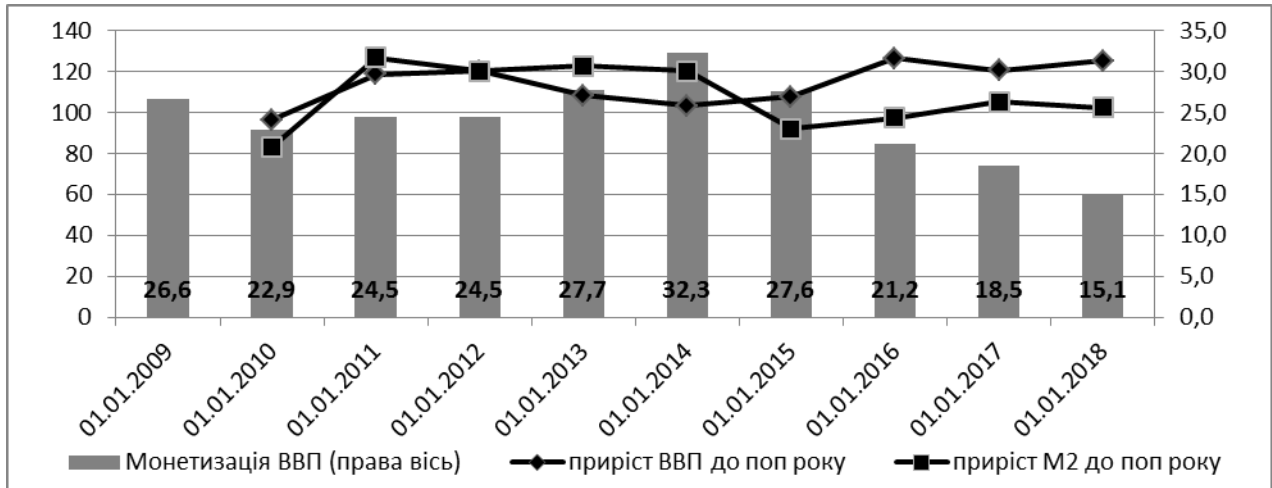


Рис. 2.37. Динаміка приросту ВВП, агрегату M2 і монетизації ВВП за 2009-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Так, за визначенням НБУ даний показник вказує на ступінь довіри суспільства до гривні, дій монетарної влади та рівень кредитної активності. Базовим чинником зміни монетизації ВВП є попит на гроші: чим вищим є рівень монетизації, тим більшим, за інших рівних умов, є попит на реальні гроші. У кінцевому рахунку, рівень монетизації економіки визначається рівнем розвитку економіки. Наслідки діяльності НБУ призвели до того, що рівень монетизації в 2016-2018 рр. став нижчим, аніж перед початком фінансово-економічної кризи. Таким чином, намагаючись якимось чином згладити дисбаланси в економіці країни та наслідки кризи, обмежувальна монетарна політика спричинила зниження ВВП. Тому можна стверджувати, що стабілізаційні заходи, здійснені НБУ в аналізованій період, мали досить суперечливі результати.

Розглянемо вплив грошово-кредитної політики на реальний сектор економіки.

Так, неефективна політика органів влади у фінансово-банківській сфері, яка спричинила посилення макроекономічної нестабільності в державі, призвела й до закриття багатьох підприємств та зменшення їх рентабельності внаслідок суттєвого скорочення банківської підтримки реального сектору (Додаток Н, рис. Н1). Загалом у 2016 р. збитково працювало 33,3% підприємств. Ними було допущено 167,95 млрд.грн.

збитків. При цьому варто зауважити значну невідповідність рентабельності підприємств та процента за банківськими кредитами – так, якщо в 2008 р. рентабельність становила 6,8%, то банки пропонували кредити за 13,1%, в 2010 р. – 3,3% та 18% відповідно, в 2015 р. - (-) 4,1%, та 16,4% відповідно, станом на початок 2017 р. – 7,7% та 17,7%. Тобто низька рентабельність діяльності підприємств не дозволяла їм залучати ресурси ззовні, які були надто дорогими, тому банківська система уже давно не виступає джерелом інвестиційних ресурсів для сфери реального виробництва (Додаток Н, рис. Н2). Так, питома вага банківських кредитів до ВВП становила станом на початок 2017 р. 41,5 %, при тому, що їх обсяг мав тенденцію до зростання. Якщо проаналізувати сукупний борг підприємств перед банками, то він має спадну динаміку, проте частка негативно класифікованих кредитів підприємств мала тенденцію зростання до 39%, тобто на 7 % порівняно із 2016 р. Основною причиною позитивних змін в структурі заборгованості була реструктуризація внутрішніх боргів – конвертація валютних запозичень у гривневі. Банки продовжують визнавати ті проблемні борги, які позичальники перестали обслуговувати раніше. Крім того, банки мають значну залежність від залучених ресурсів і слабку капіталізацію, що й позначається на їх кредитно-інвестиційній діяльності (Додаток Н, рис. Н3).

У структурі інвестиційних ресурсів підприємств продовжують переважати власні кошти, а це 71,8% від загального обсягу (147 млрд.грн.), що свідчить про те, що економічний розвиток країни практично повністю лежить на плечах самих підприємств та залежить від їх прибутковості, адже майже не підкріплений підтримкою банків - частка банківських кредитів, як джерела капіталовкладень знизилась до критичної цифри 7%, при цьому частка кредитів банків у поточну діяльність підприємств коливається у межах 80%. Така ситуація обумовлена тим, що високі ставки за банківськими кредитами (біля 20%) вимагають відповідної прибутковості позичальників для їх погашення, що підвищує їх фінансові витрати, які можуть спричинити збитковість. Тому банки надають перевагу саме короткостроковим проектам, пов'язаним з торгівлею та переробкою, які менш ризикові.

Крім того, обвал гривні та неконкурентоздатність вітчизняного виробника поряд із монетарною рестрикцією спричинило зниження виробітку продукції та заміну її на

імпортовану. Така ситуація була спричинена, в першу чергу, через кредитне голодування реального сектору, що призвело до зниження їх фінансових результатів та нижчою собівартістю іноземних аналогів внаслідок девальвації гривні. Крім того, висока залежність від дорогого імпорту, падіння експорту до Росії, а також значне зростання тарифів суттєво збільшило витрати підприємств і призвело до скорочення їх фінансових результатів. Розглянемо індекс промислового виробництва (ІПВ) в країні (рис. 2.38).

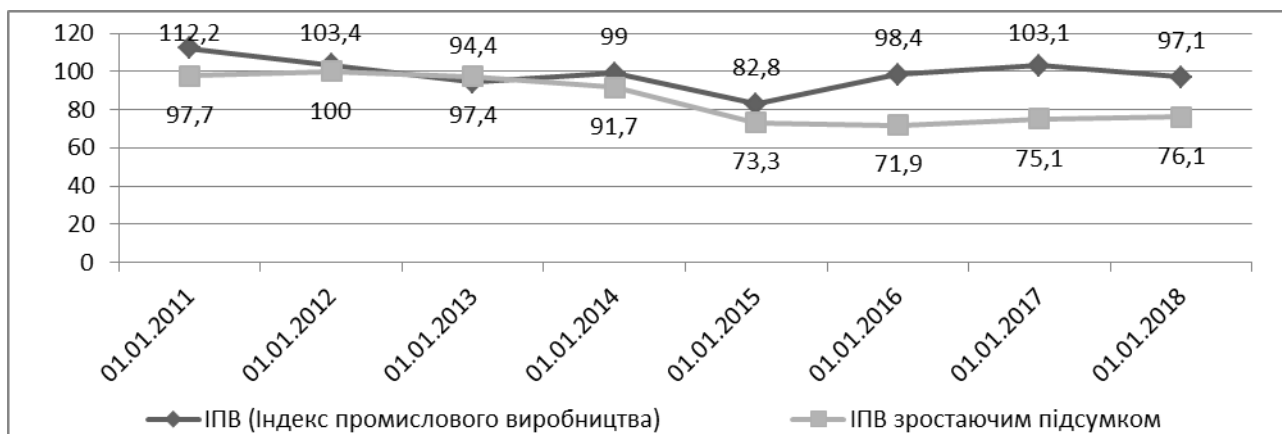


Рис. 2.38. Динаміка індексу промислового виробництва за 2011-2018 рр.

*Розраховано автором за даними [1493; 1448]

Так, до 2015 р. простежується спадна динаміка значення ІПВ – з 112,2 до 82,8 з подальшим підвищенням до 103,1 в 2017 р. Проте, якщо розглянути показник зростаючим підсумком, то за аналізований період (окрім 2012 р. та 2015 р.) він мав спадну динаміку – із 100 у 2012 р. до 76,1 у 2018 р. В таких умовах український виробник почав піднімати ціни, а це, відповідно, спричинило подальше скорочення виробництва (рис. 2.39).

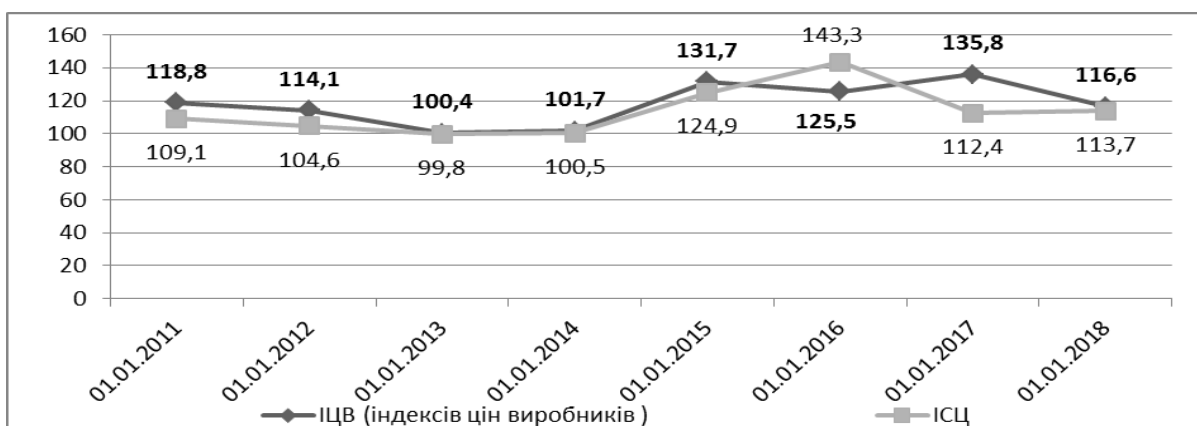


Рис. 2.39. Динаміка цін виробника та інфляції за 2011-2018 рр.

*Розраховано автором за даними [149]

За таких обставин, ЦБ, замість того, щоб стимулювати кредитну діяльність банків особливо в частині розвитку реального сектору, продовжував нераціонально

здійснювати грошово-кредитну політику, яка була далекою від потреб вітчизняної економіки. Зокрема, натомість розробити та впровадити дієві антикризові заходи, політика НБУ спричинила підвищення процентних ставок, що скоротило фінансові можливості банківської системи підтримати підприємництво, спричинило зростання заборгованості клієнтів та зниження ліквідності, резервів і якості капіталу банківського сектору та підвищило ризики. Крім того, активне використання НБУ власних депозитних сертифікатів зумовило «ефект витіснення» та негативно відобразилось на кредитуванні реального сектору.

А через обмеженість у залученні коштів ззовні та всередині країни, з одного боку, та необхідність здійснення діяльності в умовах підвищення інфляції та девальвації гривні, стрімкого підвищення облікової ставки – з другого, банки не мали альтернатив докапіталізації, як це від них вимагав НБУ. Низька капіталізація банківської системи спричинила слабкість багатьох банків з настанням кризи в країні, що зумовило зростання недовіри до банківської системи та зниження рівня монетизації економіки, а відтак спричинило неможливість знизити ризики та активізувати кредитування підприємств, особливо реального сектору (рис. 2.40).

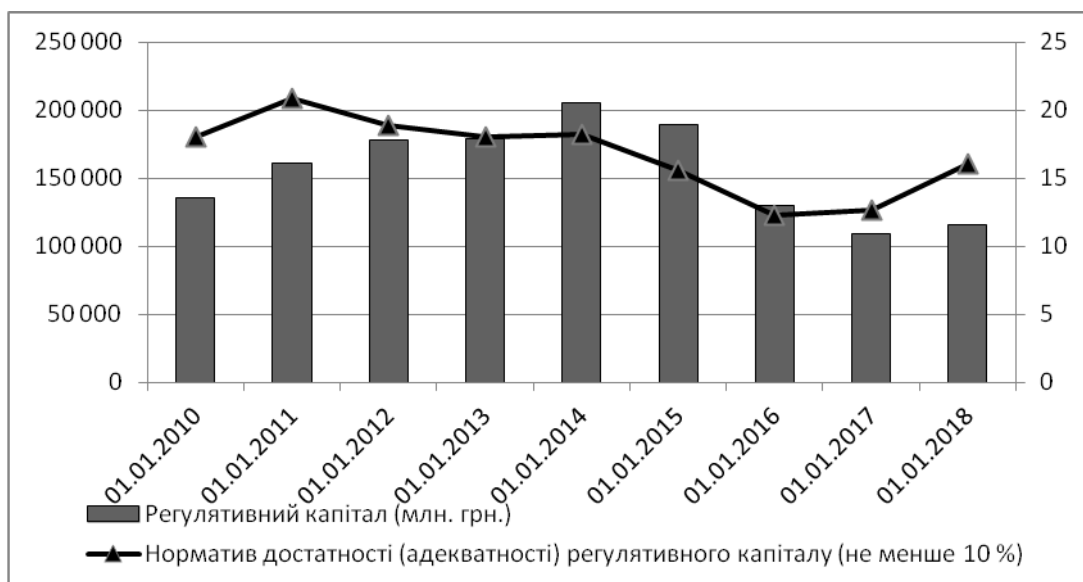


Рис. 2.40. Динаміка обсягу та адекватності регулятивного капіталу банків за 2010-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Передумовою такого стану банківської системи стала інспірована НБУ суттєва девальвація гривні, що спричинило істотне зниження заощаджень та значні витрати на покриття ризиків банківської діяльності. Вказані причини поряд із зниженням

ліквідності банківського сектору та банкрутством ряду підприємств із несприятливими макрочинниками призвели до безпрецедентних збитків й критичного зниження рівня капіталу банківської системи країни, що виступає одним із ключових чинників, які унеможливають акселерацію економічного зростання вітчизняної економіки.

Як бачимо до 2014 р. прослідковується ріст обсягу регулятивного капіталу із 135 млрд.грн. до 160,1 млрд.грн. Проте з 2015 р. його обсяг суттєво скорочується – до 109,6 млрд. грн. (4,3 млрд.дол.!) станом на початок 2017 р. При цьому за весь аналізований період в банківській системі дотриманий рівень нормативу адекватності регулятивного капіталу – нижче критичного показника в 10% він не досягав. Водночас, суттєво погіршився склад капіталу, в якому значну частку почав складати субординований борг із одночасним зниженням частки статутного капіталу. Така ситуація була спричинена, в першу чергу, значною кількістю ліквідованих банків, а також величезним обсягом сформованих резервів під проблемні кредити. Так, починаючи із 2009 р., кількість банків почала поступово зменшуватись – деякі іноземні групи виводили свій капітал із України, а деякі банкрутували, що, звичайно, не могло не посилити панічні настрої серед населення (рис. 2.41).

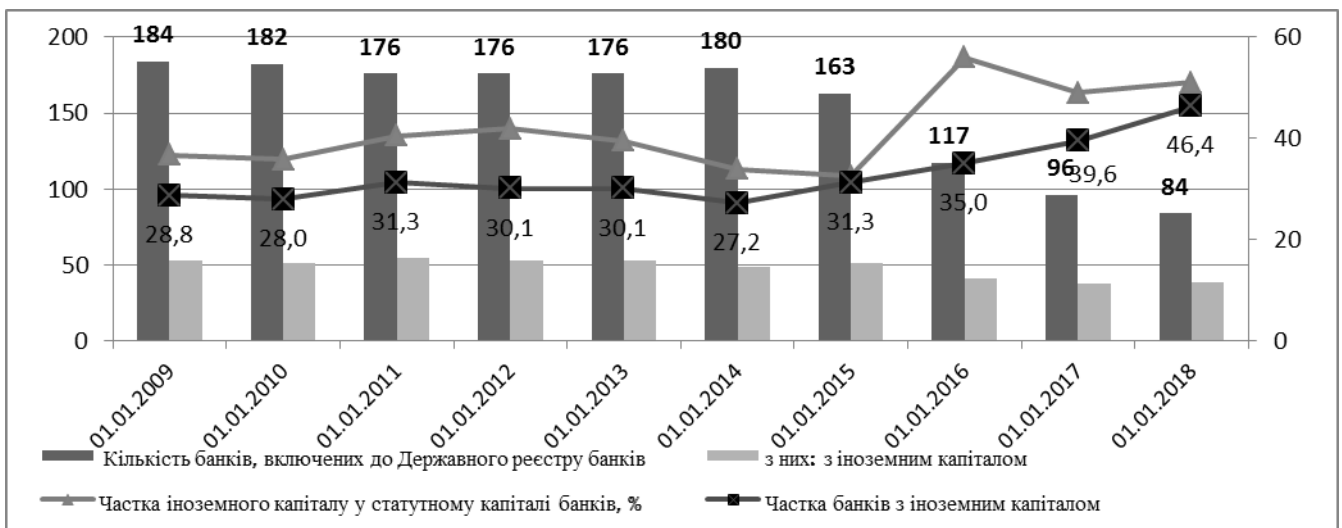


Рис. 2.41. Динаміка кількості банків та банків з іноземною участю за 2009-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Не останню роль у вказаних процесах зіграв регулятор, адже непродумана ВКП почала відлякувати іноземних інвесторів, а подекуди спірні процеси ліквідації банківських установ похитнули і так нестійку макроекономічну стабільність країни. Лише за аналізований період було ліквідовано 100 банків (в 2009 р. їх налічувалось 184,

в 2018 р. – 84). В умовах слабкої, недостатньо капіталізованої, збиткової банківської системи НБУ запустив процес її очищення через виведення з ринку проблемних банківських установ. Та банки, зіткнувшись з дефіцитом пасивів через їх вилучення населенням після ажіотажу з причини банкрутства великої кількості банків в результаті так званого «оздоровлення» банківської системи, були змушені обмежити кредитування та активізувати дострокове стягнення кредитів, що спровокувало звуження їх дохідної бази. Натомість зросли витрати на формування страхових резервів під проблемні кредити. В таких критичних для банківської системи умовах, в 2014 р. НБУ приймає рішення підняти мінімальний рівень регулятивного капіталу – до 500 млн. грн. Проте за наявності таких проблем, як: значний обсяг проблемних кредитів, доларизації вкладів, негативні показники фінансової діяльності, деформація балансу – підвищити надійність та фінансову стійкість банківської системи досить проблематично (Додаток Н, рис.Н4).

Так, якість активів банківської системи була досить низькою при низькій кредитоспроможності більшості позичальників в результаті знецінення гривні та скорочення попиту на вітчизняну продукцію. Відповідно, реакцією підвищення частки проблемних кредитів стало збільшення витрат на формування резервів. При цьому, боржники, які отримали кредити в банку, не могли вчасно за ним розрахуватись через порушену ліквідність, причиною чого була недоступність до своїх ресурсів у неплатоспроможних банківських установах. Відтак, втративши власні активи підприємства все-таки змушені були покривати свої зобов'язання перед банками-кредиторами. А внаслідок неможливості повернення кредитних коштів, якість банківських активів знижувалась, що спричиняло зниження ліквідності самих банків.

За даними НБУ, практично половина виданих банками кредитів є дефолтними, наслідком чого є значні відрахування в резерви, при чому наслідком заборони регулятора відраховувати під кредити, видані у валюті, валютні резерви стало збільшення втрат банків через необхідність конвертації. Така ситуація зумовила перевищення витратних статей балансу банків над дохідними, що спричинило їх подальшу збиткову діяльність.

Розглянемо структуру споживчих витрат домогосподарств з метою аналізу їх як джерела інвестиційного потенціалу банків (рис. 2.42).

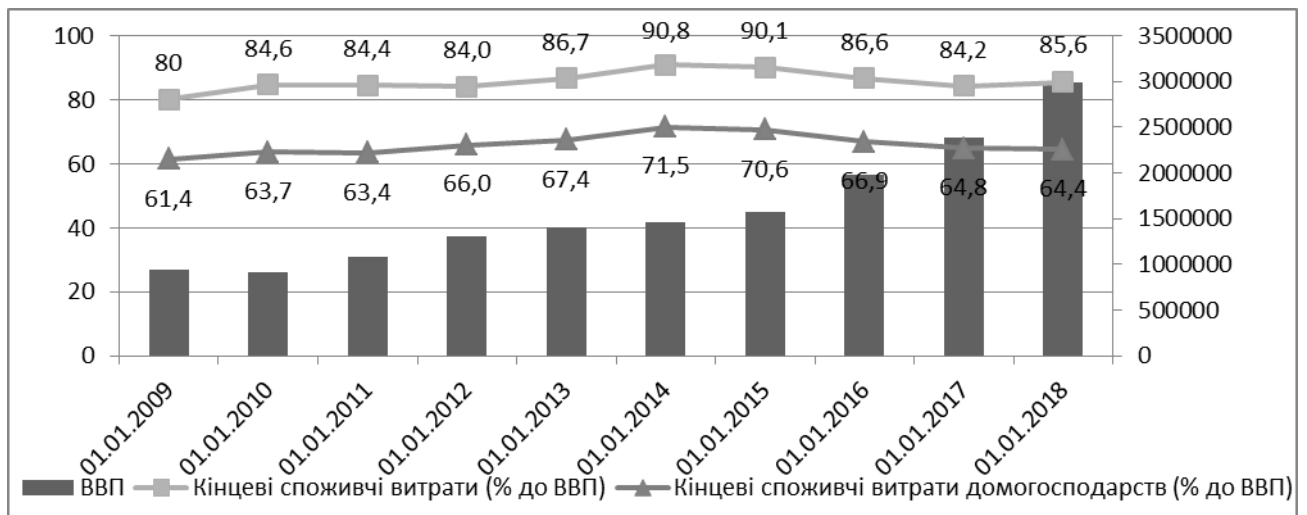


Рис. 2.42. Динаміка обсягу ВВП та кінцевих споживчих витрат у його складі та домогосподарств (% від ВВП) за 2009-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Оскільки забезпечення цінової стабільності можливе лише при наявності в населення та суб'єктів економіки довіри до національної грошової одиниці, то вони приймають її за основу засобу заощаджень та фінансування діяльності у довгостроковій перспективі. А це сприяє розширенню сукупного попиту, який стимулює економічну активність, й, крім того, створюється грошова база для подальшого економічного розвитку, а також підвищується стійкість і надійність банківської системи. В сучасних умовах, за яких більшість доходів населення «проїдаються», відновлення економічного зростання, ймовірно, відбудеться не скоро.

Так, споживчі витрати у структурі ВВП мають тенденцію до зростання. Якщо ще до початку кризи, у 2008 р. вони становили 80%, то вже за підсумком 2013 р. – практично 91% (домогосподарств - 71,5%), на початок 2018 р. – 85,6% (домогосподарств – 64,4%), що свідчить про невисокі передумови до відновлення заощаджень, а відтак і інвестицій, які є основою економічного росту.

Одним із ключових критеріїв економічного розвитку також виступає показник реальної заробітної плати. В Україні вказаний показник є дуже незадовільним, адже більшість населення живе за межею бідності в результаті значного скорочення доходів та реальної заробітної плати. І якщо проаналізувати динаміку, то, звісно, можемо спостерігати позитивний тренд, проте, якщо зробити поправку на інфляцію, то ситуація кардинально змінюється (Додаток Н, рис. Н5). Так, за обсягом номінальна заробітна плата (ЗП) мала тенденцію до зростання – якщо станом на початок 2011 р.

вона становила 2629 грн., то вже на початок 2018 р. – 8777 грн. Водночас, якщо розглянути індекс реальної ЗП, то простежується інша картина – в 2014 р. індекс склав 106,8, 2015 р. – 86,5, 2016 р. – 90,1 і лише в 2017 р. уже 106,5 та на початок 2018 р. - 118,9. А коли ще й розглянути індекс інфляції за цей же час і особливо зростаючим підсумком (2010 р. – 100%), то можемо спостерігати наступне – в 2014 р. індекс (за зростаючим підсумком) ЗП становив 126,4, індекс інфляції склав 114,1, в 2015 р. – 104,7 та 147,3 відповідно, 2016 р. – 91 та 206,6 відповідно, 2017 р. – 110,6 та 232,6 відповідно й на початок 2018 р. – 124,2 та 265,4 відповідно. Таким чином, підвищення ЗП одразу ж нівелювали інфляційні процеси. Така ситуація спричинила зниження ресурсів банків, адже домашні господарства, які є основними кредиторами банківського сектору, не мали зайвих запасів ліквідності (Додаток П, рис. П1). Як бачимо, до 2014 р. спостерігалась більш-менш позитивна динаміка депозитних ресурсів домогосподарств – як в національній валюті, так і з поправкою на курс гривні (після обвалу в 2009 р.). Проте, в наступні роки, хоча меншими темпами, але динаміка була позитивною. При цьому негативна динаміка скорочення вкладів особливо відчутною була в еквіваленті іноземної валюти, що чітко свідчить про бачення населенням можливостей НБУ у забезпеченні цінової стабільності та купівельної спроможності гривні. Така ситуація спричинила практичну відсутність нових кредитів в банківському секторі (Додаток П, рис. П2). Розглянемо динаміку наданих кредитів та залучених вітчизняними банками депозитів (рис. 2.43).

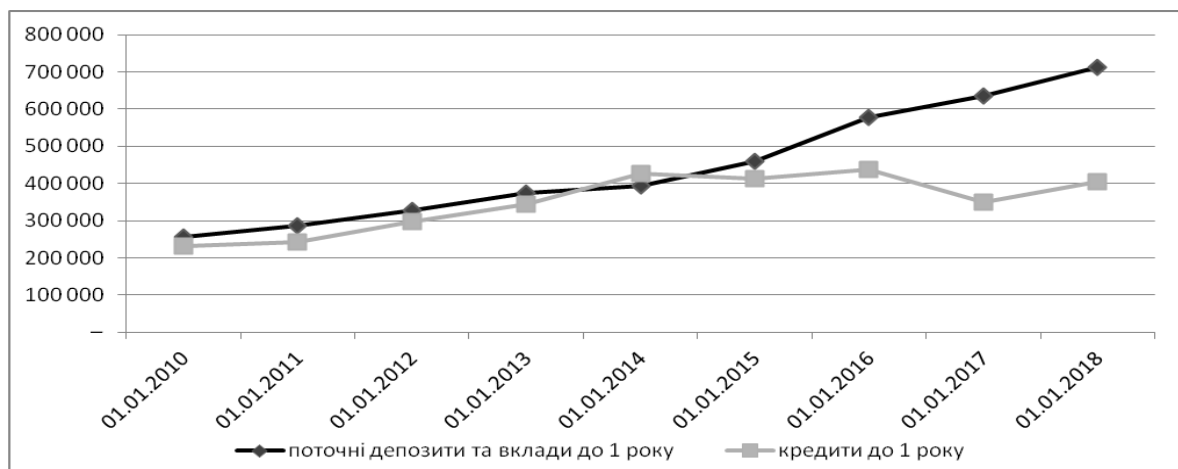


Рис. 2.43. Динаміка наданих кредитів та залучених депозитів терміном до 1 року банками України за 2010-2018 рр.* [60]

*Розраховано автором за даними [149]

Так, до 2013 р. обсяг депозитів до 1 року був нижчим ніж обсяг кредитів до 1

року, проте різниця була незначною – 24-43 млрд. грн. в 2014 р. сума виданих кредитів на 31,6 млрд. грн. була вищою, ніж сума залучених вкладів у відповідних термінах. В подальші роки обсяг депозитів перевищував обсяг кредитів, а розрив ставав все більшим – на початок 2018 р. досягнув 306,7 млн. грн. Розглянемо розрив строкових депозитів та кредитів (рис. 2.44).

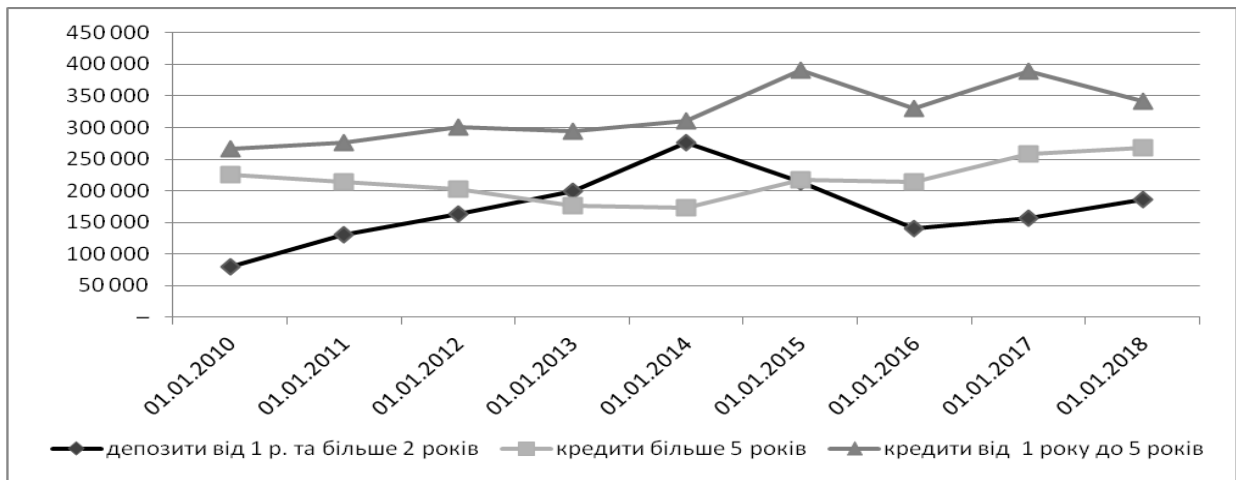


Рис. 2.44. Динаміка наданих кредитів терміном більше 5 років та залучених депозитів терміном більше 2 років банками України за 2010-2018 рр.

*Розраховано автором за даними [149]

Як можемо спостерігати з рис. 2.58, чим більший термін, тим вищий розрив між обсягом залучених ресурсів та обсягом виданих кредитів. Так, починаючи з 2014 р. суттєво скорочується обсяг строкового депозитного портфелю банків – якщо в 2014 р. депозити від 1-2 років та більше 2 років становили 275,6 млрд. грн., то вже в 2015 р. - 139,9 млрд. грн., тобто скоротились практично вдвічі. До 2017 р. спостерігалась незначна позитивна динаміка - до 186,4 млрд. грн. При цьому розрив обсягу кредитів, виданих від 1 року від депозитів, залучених від 1 року становив 209-424 млрд.грн. (найбільші показники притаманні 2015-2018 рр.). Таку ситуацію можна пояснити тим, що в умовах відсутності альтернативних напрямів інвестування, вилучені гривневі депозити одразу спрямовувались на купівлю валюти, що спричиняло подальшу втрату валютних резервів країни, а згодом знову повертались у банківську систему через впровадження валютних обмежень та безваріантності інших джерел вкладення вільних коштів, проте на короткі терміни в силу ризиковості строкових вкладень (рис. 2.45).

Слід зазначити, що якби в цей період НБУ забезпечив стабільність національної валюти, як одне із основних завдань грошово-кредитної політики, то проблем із наповненням депозитної бази можна було б уникнути, а відтак банки мали б

достатньо ресурсів для підтримки реального сектору.

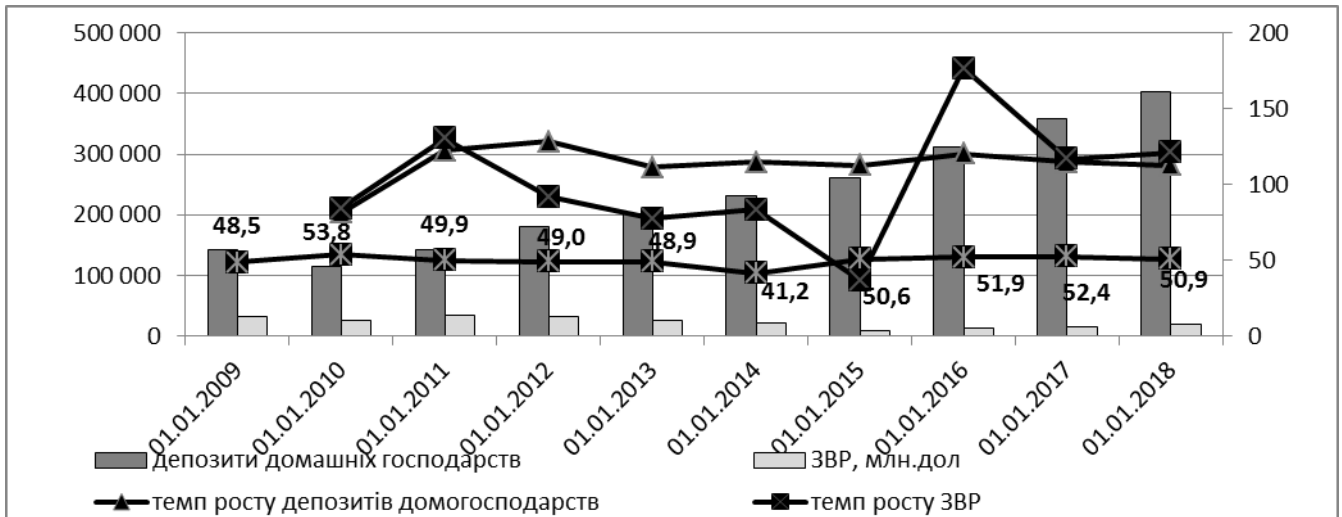


Рис. 2.45. Динаміка депозитів населення та валових валютних резервів і темпів їх росту за 2009-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Разом з тим, в умовах сьогодення важливим завданням виступає урізноманітнення джерел залучення ресурсів банками, що забезпечить їх довгостроковою ресурсною базою та дозволить уникнути проблеми надання «довгих» кредитів «короткими» коштами, що також впливає на рівень ризиковості банківської діяльності. Тому, економічний ріст неможливий без завоювання довіри з боку населення до банківської системи, щоб стимулювати людей повернути кошти в банківський сектор, і стати базою для відновлення кредитної активності банків. В іншому ж випадку, вільні гривневі ресурси спрямовуватимуться у валюту, що спричинятиме девальваційний тиск на гривню. Наслідком такого розвитку подій може стати нездатність НБУ і в майбутньому знизити рівень інфляції. Ситуацію загострювали ще й низькі показники індексів економічного очікування, споживчих настроїв та поточного становища, що цілком відображало бачення економічних агентів щодо перспектив власного розвитку в наявних та прогнозованих макроекономічних умовах. Зокрема, в експертів gfk.com, найвище значення показників індексів економічного очікування, споживчих настроїв та поточного становища були в 2014 р. з подальшою спадною динамікою. Станом на лютий 2018 р. переважали негативні настрої домогосподарств та суб'єктів господарювання до позитивних макроекономічних змін в країні [147].

Підприємства теж демонстрували достатньо негативні настрої щодо зміни їх середовища функціонування (рис. 2.46).

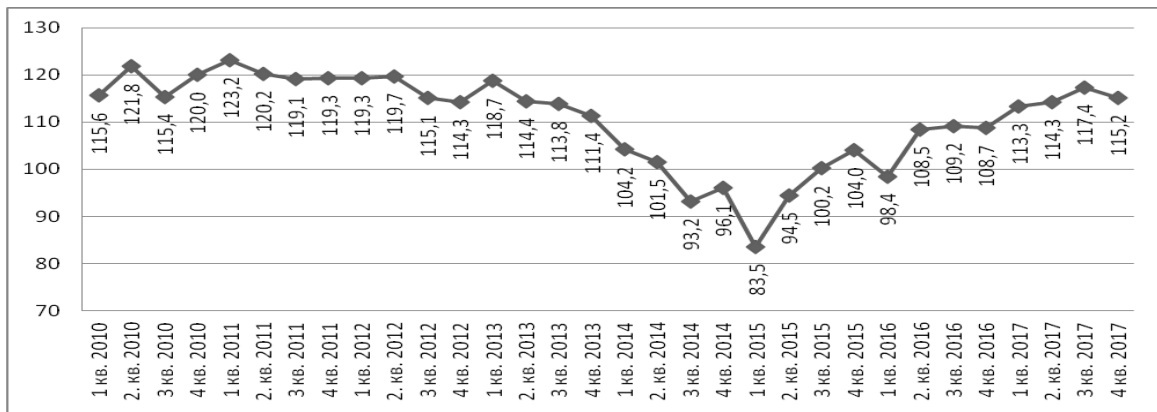


Рис. 2.46. Динаміка індексу ділових очікувань підприємств за 2010-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Як видно з рис. 2.60, найнижчий показник індексу ділових очікувань підприємств був зафіксований в I кварталі 2015 р. – 83,5, хоча ще в 2014 р. він вже був нижчим 100. Станом на кінець 2017 р. він сягнув позначки 115,2. При цьому найвищий його рівень був в I кварталі 2011 р. – 123,2.

Отже, аналіз проведеної НБУ грошово-кредитної політики дав змогу стверджувати, що вона була далекою від досягнення задекларованої в Конституції стабільності гривні та забезпечення підґрунтя для зниження безробіття і росту ВВП. Характерною рисою її проведення стала практична відсутність позитивного тренду в макроекономічній стабільності країни, що проявилось у зниженні рівня ВВП (практично на 15%), зростанні втрат банківської системи (за підсумком 2016 р. - 66,6 млрд. грн. та рентабельності активів в (-)12,6% й капіталу – (-)116,7%), підвищенні частки проблемних кредитів (21,1%), зниження показника кредитного мультиплікатора (вказує на спроможність банківської системи трансформувати монетарну базу у широкі гроші - 1,7–2, тоді як, до прикладу у Польщі - 6), погіршенні економічних та фінансових умов діяльності суб'єктів господарювання, значній відкритій та прихованій (ціни ростуть на всі групи товарів та послуг, проте НБУ декларує невисокий рівень інфляції) інфляції, високих негативних очікуваннях населення, колосальному знеціненні національної грошової одиниці, що в деякій мірі було спричинено й курсом на вільне плавання валюти та використанні ІТ в невідповідній для таких рішень політично, економічно, технічно та фінансово вітчизняній економіці.

Відтак, основним чинником кризових явищ та депресійного стану економіки слід вважати обмежувальну грошово-кредитну політику, яка не забезпечувала реальних

потреб у фінансах реального сектору й суттєво погіршила інвестиційний стан країни, а також ішла всупереч практиці інших країн такого типу, які в кризовий період здійснювали експансійну політику з метою стимулювання економічного росту. Саме нарощення грошової бази забезпечило підтримку їх банківським системам та створило основу для інвестиційної та інноваційної діяльності. В нашій же державі нездатність забезпечити підтримку виробникам через покращення доступу до грошових ресурсів спричинило їх неконкурентоздатність та спонукало до вивезення капіталу за межі країни. Та попри те, що кінцева суть грошово-кредитної політики зводиться до акселерації економічного зростання, але розвиток реального сектору практично не підтримувався банківською системою. Через те, що стан фінансово-банківської системи відображається на реальній економіці, росту ВВП в нас так і не відбувається. Тому саме від того, наскільки компетентно спрацює НБУ залежатиме ріст чи припинення наслідків кризових явищ в економіці країни, адже за умови значних девальваційних очікувань, вилучення ресурсів з банківської системи внаслідок недовіри до НБУ та до його діяльності, поряд із сумнівними фінансово-економічними реформами уряду, не дадуть можливості в найближчий час змінити ситуацію на краще.

Висновки до розділу 2

Аналіз практичних засад реалізації грошово-кредитної політики Національним банком України, зокрема характеристика її цільової спрямованості та впливу на економічний розвиток, оцінка реалізації дієвості основних монетарних інструментів та дослідження впливу монетарного регулювання на функціонування банківського сектору і макроекономічну стабільність дозволили зробити наступні висновки.

1. Стратегічні цілі грошово-кредитної політики можуть бути наступними: економічне процвітання країни; забезпечення високого рівня зайнятості; зростання реального обсягу виробництва; підвищення валового внутрішнього продукту; піднесення добробуту населення; підтримання низьких темпів інфляції та стабільності грошової одиниці; сприяння сталості банківської процентної ставки; регулювання стабільності на валютних ринках тощо.

2. Попри те, що цінова стабільність як ціль грошово-кредитної політики

вказується поряд з іншими складовими й Банком Англії, Федеральної резервної системи США, Австралії, Японії, Швеції, Швейцарії, Чехії, Туреччини, Угорщини, Польщі, Китаю, ЄЦБ, як показує зарубіжний досвід, у кризовий період ризику здійснення банківської діяльності посилились, що чітко відобразилось на таких показниках як збільшення частки проблемних кредитів й утворення «бульбашок» на ринку активів, підсумком чого стало посилення кризових явищ. Тому такі центральні банки почали регулювати ціни на фінансовому ринку, здійснюючи валютні інтервенції й підвищуючи проценти, що негативно відобразилось на реальному секторі економіки внаслідок спотвореного ціноутворення на різні види активів.

3. Аналіз впливу основних показників таргетування на макроекономічні процеси дозволив визначити, що на сьогодні інфляційне таргетування не виступає вдалим вибором, адже НБУ не в повній мірі володіє засобами досягнення інфляційної мети, а монетарне управління неможливе через непрогнозованість впливу на ціни, що не може спричинити реакції ринкових інститутів на здійснення відповідних змін. Відтак, оптимальним режимом на сьогодні виступає саме валютне таргетування, адже саме валютний курс здійснює вагомий вплив на макроекономічну стабільність країни та регулятор має достатньо інструментів впливу на його рівень.

4. Стабілізаційні заходи, які застосовував НБУ в умовах кризи, були нівельовані валютно-курсовою політикою, оскільки основною метою вилучення надлишкової ліквідності було запобігання можливим спекуляціям на валютному ринку. А спрямованість валютно-курсової політики на забезпечення курсової стабільності неринковими методами спричинило критичне зниження рівня золотовалютних резервів та девальвацію гривні, що негативно вплинуло практично на всі сфери економіко-соціального життя країни. Використання плаваючого валютного курсу з 2014 р. поставило нашу державу у цілковиту залежність від зовнішніх шоків, адже на сьогодні монетарна політика перебуває у повній залежності від іноземних запозичень, а валютна криза спричинила банківську кризу.

5. Комплекс заходів та монетарних інструментів, які має у своєму розпорядженні НБУ, відповідає тим, що використовують центральні банки провідних країн світу. Однак, проблема в тому, що не всі заходи та цілі грошово-кредитної політики

розвинутих і процвітаючих економік можна співвіднести на економіку нашої держави. Також, якщо врахувати стан економіко-політичної і соціальної ситуації в Україні та необхідність орієнтуватись на довгострокову перспективу, то ефективність інструментів грошово-кредитної політики має визначатись мірою досягнення таких стратегічних макроцілей як економічний ріст та інноваційний розвиток.

6. Вплив грошово-кредитної політики НБУ на функціонування банківського сектору був досить суперечливим, адже банківські установи не були готовими до кризових явищ, що знайшло своє відображення у рівні їх капіталізації, значних збитках та високих ризиках. При цьому, першоджерелом більшості проблем, з якими стикнулись вітчизняні банки, стали курсові ризики, які фактично зумовили всі інші види ризиків та негативні фінансові результати їх функціонування.

7. Основним чинником кризових явищ та депресійного стану економіки слід вважати обмежувальну грошово-кредитну політику, яка не забезпечувала реальних потреб у фінансах реального сектору й суттєво погіршила інвестиційний стан країни, а також ішла всупереч практиці інших країн такого типу, які в кризовий період здійснювали експансійну політику з метою стимулювання економічного росту. Саме нарощення грошової бази забезпечило підтримку їх банківським системам та створило основу для інвестиційної діяльності. В нашій же державі нездатність забезпечити підтримку виробникам через покращення доступу до грошових ресурсів спричинила їх неконкурентоздатність та спонукала до вивезення капіталу за межі країни.

Основні положення другого розділу знайшли відображення в публікаціях дисертанта [169; 170; 172; 173; 177; 179; 180; 181].

РОЗДІЛ 3 НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ В НЕСТАБІЛЬНИХ УМОВАХ ФІНАНСОВОГО РИНКУ

3.1. Організаційно-економічні засади реалізації грошово-кредитної політики центральних банків розвинутих країн

Ефективність дії механізму монетарної трансмісії в рамках того чи іншого монетарного режиму залежить не тільки від визначеного поєднання каналів монетарної трансмісії та інструментів грошово-кредитної політики, а й від умов і здатності фінансової системи та реального сектору поглинути спрямовані на них імпульси (рис. 3.1) та використати їх в процесі розширеного відтворення. Сьогодні створення таких умов є одним із першочергових завдань урядів розвинутих країн світу.

Проведемо аналітичну оцінку умов поглинання імпульсів механізму монетарної трансмісії в рамках певного монетарного режиму, чого, на наш погляд, не було зроблено в оцінці світового досвіду інфляційного таргетування як Національним банком України, так і вітчизняними науковцями.

Серед країн, що ефективно використовують монетарний режим інфляційного таргетування та ті, які досягнули низького рівня інфляції, інституційної незалежності центрального банку, високих темпів економічного зростання та фінансової стабільності є: Нова Зеландія (перша країна світу, що запровадила інфляційне таргетування), Великобританія, Японія, Бразилія, Мексика, Ізраїль, Австралія, Канада, Польща та інші. Саме на досвід цих країн у сфері монетарних та організаційних аспектів формування основ режиму інфляційного таргетування в Україні й опирається Національний банк. Однак, на наш погляд, успішна реалізація режиму інфляційного таргетування у цих державах відбулася завдяки створенню сприятливих умов для поглинання імпульсів дії механізму монетарної трансмісії.

Розглянемо умови поглинання імпульсів дії механізму монетарної трансмісії в деяких країнах, що використовують режим інфляційного таргетування більш детально.

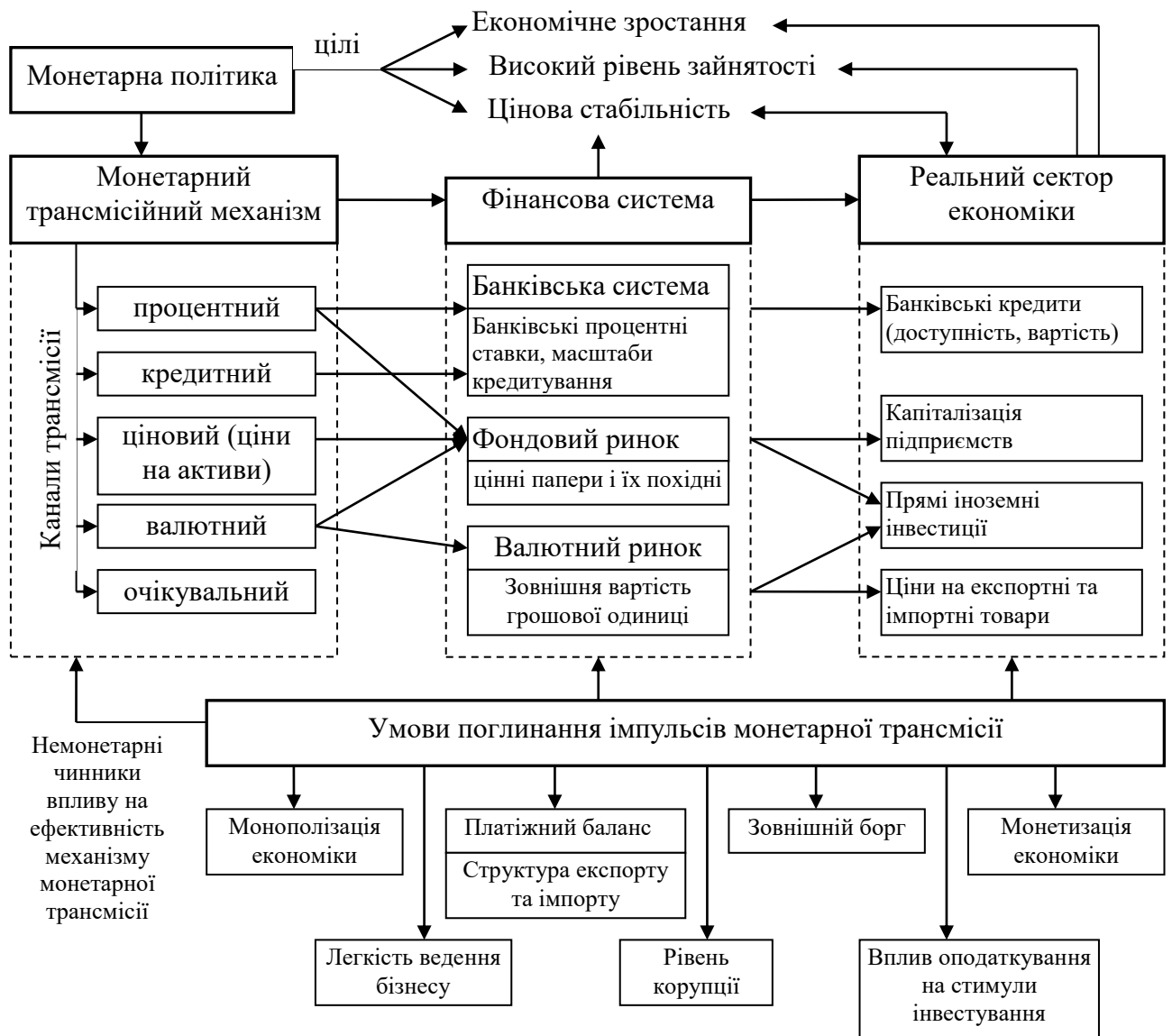


Рис. 3.1. Структурно-логічна схема дії механізму монетарної трансмісії в умовах впливу немонетарних чинників на його ефективність*

*Розроблено автором

Однією із перших країн, які впровадили монетарний режим інфляційного таргетування і має найбільший досвід у цій сфері, зокрема в частині реалізації перехідного монетарного режиму є Нова Зеландія. На досвід цієї країни в сфері реалізації режиму інфляційного таргетування звертають увагу більшість центральних банків світу, в т. ч. і Національний банк України, однак не завжди детально вивчають внутрішні макроекономічні і політичні умови, які забезпечують ефективність обраного монетарного режиму. Так, Нова Зеландія в частині забезпечення сприятливого бізнес-середовища займає одне із провідних місць світу, адже за ефективністю антимонопольної політики займає перше місце в світі, що свідчить про мінімальний вплив (або повну його відсутність) монополій на формування цін на

внутрішньому ринку. На відміну від Нової Зеландії, Україна займає 136 місце із 140 країн світу (табл. 3.1) за ефективністю антимонопольної політики, що відображає набір неринкових методів формування цін на продукцію національних виробників (адміністративні чи монополні ціни), а це свідчить про високий рівень немонетарної інфляції, що є неприпустимим в ході реалізації режиму інфляційного таргетування.

Таблиця 3.1

Деякі показники макроекономічних та правових умов поглинання імпульсів дії механізму монетарної трансмісії*

Назва показника		Назва країни										
		США	Німеччина	Великобританія	Японія	Китай	Нова Зеландія	Норвегія	Австралія	Туреччина	Польща	Україна
Фактори платіжного балансу	Експорт сировини/Сукупний експорт товарів	6	6	29	8	9	5	70	71	29	13	60
	Експорт переробної промисловості/Сукупний експорт товарів	85	81	61	86	75	78	26	24	63	77	28
	Імпорт енергоресурсів/Сукупний імпорту товарів	47	10	19	22	21	9	5	10	7	12	40
	Відкритість економіки	20	68	59	24	30	57	68	42	60	81	97
Макроекономічні умови	Монетизація економіки	74	83	123	189	244	114	74	133	49	81	48
	Державні витрати до ВВП	34	44	42	40	32	39	51	36	33	41	51
	Державний борг до ВВП	105	68	89	250	46	25	36	41	28	54	79
	Зовнішній борг до ВВП	42	133	324	78	127	106	183	123	51	79	126
Бізнес-середовище	Інтенсивність локальної конкуренції	4	7	3	1	36	16	50	9	10	48	99
	Домінування великих компаній на внутрішньому ринку	11	3	15	2	28	26	16	47	44	18	98
	Ефективність антимонопольної політики	10	14	12	3	36	1	11	32	34	50	136
	Вплив оподаткування на стимули для інвестування	35	54	23	49	50	14	46	91	77	69	129
	Наявність нетарифних бар'єрів	52	64	28	115	78	5	26	12	42	66	116
	Легкість ведення бізнесу	6	20	7	34	78	1	8	14	60	27	76
	Рівень корупції	18	10	10	20	79	1	6	13	75	29	131

*Побудовано автором на основі даних [246; 250].

Окрім цього, Нова Зеландія посідає перше місце в світі за легкістю ведення бізнесу та за мінімальним рівнем корупції (Україна – 76 і 131 місця відповідно), що

дозволяє реальному сектору економіки ефективно використовувати кредитні ресурси комерційних банків, а внаслідок стабільності цін на активи – залучати додаткове фінансування для своєї діяльності на фондовому ринку. Про високі масштаби кредитно-фінансової підтримки розвитку бізнесу свідчить коефіцієнт монетизації економіки.

Вагому увагу варто приділити факторам платіжного балансу Нової Зеландії, де, на відміну від України, частка експорту сировини в сукупному експорті товарів становить лише 5% (в Україні – 60%), що забезпечує економіку країни від втрат внаслідок коливання цін на сировину, як це відбувається в Україні. Імпорт енергоносіїв, як одних із основних складових інфляційної спіралі в Новій Зеландії становить всього 9%, а коефіцієнт відкритості економіки – 57% (в Україні – 40 і 97% відповідно), що свідчить про порівняно великі масштаби внутрішнього ринку, а це в свою чергу створює умови для мінімізації негативного впливу цін імпортованих товарів на розвиток економіки.

Тим не менше, незважаючи на високий рівень розвитку економіки Нової Зеландії, сприятливе правове та бізнес-середовище, перехідний етап впровадження таргетування інфляції в цій країні тривав дев'ять років (з 1990 по 1999 рік). Так, в перші роки практики таргетування інфляції її успіх був продиктований оптимізацією правового поля грошово-кредитної та фіскальної політики, що дозволяло разом із монетарними змінами забезпечити високий рівень фіскальної дисципліни, для чого було прийнято нову редакцію Закону про центральний банк (1989 р.) та Закону про державні фінанси (1989 р.).

Відповідно до Закону про державні фінанси Міністерство фінансів зобов'язало представити суспільству переконливі доводи соціальної доцільності державних позик [68]. В результаті застосування цього принципу, на тлі інших положень закону, починаючи з 1994 р., державний бюджет зводився з профіцитом, а обсяг державного боргу за період дії закону знизився з 58,0% ВВП за підсумками 1989 р. до 25,0% ВВП за підсумками 2016 р. Таким чином, законодавство зобов'язало центральний банк і міністерство фінансів Нової Зеландії узгоджувати свої дії з метою досягнення заявленого цінового орієнтира.

Окрім цього, надзвичайно важливим досвідом для України в сфері формування

правової основи ефективного застосування монетарного режиму, який можна почерпнути у Новій Зеландії, це механізм правового закріплення цілей грошово-кредитної політики. Так, перед призначенням на посаду голови Резервного банку Нової Зеландії або перед перепризначенням на цю посаду чинного голови, міністр фінансів укладає з претендентом на цю посаду угоду, в якій фіксуються цілі грошово-кредитної політики, досягнення яких забезпечує виконання Резервним банком його основної функції. Цілі грошово-кредитної політики можуть бути встановлені на весь термін призначення на посаду голови Резервного банку (п'ять років) або на термін, спеціально обумовлений в угоді, або за допомогою комбінації обох способів. Міністр фінансів і голова Резервного банку можуть час від часу переглядати або змінювати цілі грошово-кредитної політики.

Міністр фінансів забезпечує оформлення домовленості з головою Резервного банку про цілі грошово-кредитної політики в письмовій формі. Голова Резервного банку забезпечує подання підписаних угод про цілі грошово-кредитної політики Раді директорів Резервного банку на ознайомлення на першій нараді після дати їх підписання. Міністр фінансів у максимально короткий строк подає підписані угоди Палаті представників, а також забезпечує їх публікацію у пресі.

Крім відповідальності центрального банку за ціль по інфляції, зазначені положення накладають персональну відповідальність на голову Резервного банку. Його обов'язок – гарантувати відповідність заходів грошово-кредитної політики поставленим цілям.

Таким чином, зазначені нормативно-правові засади узгодженості цілей грошово-кредитної політики та визначення персональної відповідальності голови центрального банку за їх виконання знижує ймовірність залежності центрального банку від інших органів влади, що дає змогу ефективно проводити свою діяльність.

Досліджуючи досвід країн світу, які проводять інфляційне таргетування варто звернути увагу на те, що тільки 10 із 28 країн (за даними МВФ станом на 2014 рік) реалізують його в чистому вигляді, а саме: Австралія, Канада, Чилі, Ізраїль, Японія, Мексика, Норвегія, Польща, Швеція і Великобританія. Решту країн, в якості монетарного режиму використовують гнучке таргетування інфляції, яке передбачає

управління валютним курсом шляхом здійснення валютних інтервенцій та управління банківською ліквідністю відповідно до досягнення цілей із забезпечення фінансової стабільності та високих темпів економічного зростання.

В цьому контексті, передовим, на наш погляд, є також досвід Нової Зеландії, яка в перші дев'ять років реалізації інфляційного таргетування поряд із встановленням цілей з інфляції встановлювала цілі досягнення валютної стабільності і високого рівня ліквідності банківської системи, який виступав проміжною ціллю грошово-кредитної політики.

Досягненню цієї цілі сприяли вільно плаваючий валютний курс і фінансування дефіциту державного бюджету за допомогою ринкових механізмів (емісії боргових облігацій). Контроль за обсягом ліквідності забезпечувався за рахунок операцій на відкритому ринку. На грошові ресурси на рахунках Резервного банку для розрахунків в банківській системі нараховувалися відсотки за процентною ставкою нижче ринкової з тим, щоб знизити бажання банків зберігати надлишкові резерви. Їх обсяг ніколи не перевищував 0,1% загального обсягу депозитів, що зберігаються в банківській системі. В Україні ж, після впровадження режиму інфляційного таргетування ставки за депозитними сертифікатами (які відображали обсяг надлишкових резервів банків) були вищими, ніж ставки за кредитами реальному сектору економіки, а в певний період, навіть вищими, ніж ставки за кредитами рефінансування овернайт, що знижувало ефективність процентної політики та не сприяло ефективному перерозподілу банківської ліквідності, як в межах банківської системи, так і в межах всієї економіки.

Практика показала, що управління банківською ліквідністю в Новій Зеландії не дозволяє ефективно впливати на грошово-кредитні умови, в результаті чого ринкові процентні ставки в цей період характеризувалися значною волатильністю і залишалися слабо передбачуваними. До кінця 1980-х рр. так і не склалося розуміння того, як процентні ставки впливають на інфляцію. У той же час Резервний банк Нової Зеландії за п'ятирічний період спостережень отримав уявлення про те, як впливає валютний курс на інфляцію. Виявилось, що одновідсоткова зміна валютного курсу (за індексом TWI) приводила до зміни індексу споживчих цін в наступному році на 0,4 процентного

пункту. Ця закономірність лягла в основу системи таргетування інфляції в перші роки нового режиму грошово-кредитної політики. Виходячи з складного відхилення інфляції від поставленої мети, для валютного курсу визначалися межі («conditional comfort zone»), на які потрібно орієнтуватися з тим, щоб досягти мети щодо інфляції. При цьому Резервний банк не оголошував жодних орієнтирів за валютним курсом, хоча правило «коефіцієнт 0,4» було представлено громадськості, що дозволяло фінансовим ринкам досить точно визначати «зону комфорту» для валютного курсу [68].

Отже, в перші роки інфляційного таргетування Резервний банк Нової Зеландії не встановлював процентні ставки (інструмент офіційної процентної ставки з'явився тільки в 1999 р), а основними інструментами досягнення мети щодо інфляції були орієнтир обсягу ліквідності банківської системи і не оголошувана громадськості «зона комфорту» для валютного курсу. Незважаючи на обмежені можливості впливати на грошово-кредитні умови, Резервному банку вдалося досягти значних успіхів в контролі за інфляцією. Важливою ланкою, що забезпечила ефективність сформованої системи, була інформаційна складова політики Резервного банку. Виявилось, що для формування спрямованого впливу на інфляцію зовсім не обов'язково вдаватися до використання інструментів грошово-кредитної політики, що змінюють рівні банківської ліквідності та валютного курсу. У більшості випадків виявляється достатнім представити пояснення позиції Резервного банку. Менеджмент комерційних банків розумів, що заходами грошово-кредитної політики Резервний банк буде домагатися оголошеного коригування грошово-кредитних умов, а отже, відповідної їй динаміки валютного курсу і процентної ставки. Тому одного оголошення офіційної позиції виявлялося достатнім для початку руху грошово-кредитних умов в потрібну сторону, часом зовсім позбавляючи Резервний банк від коригування грошово-кредитних інструментів. Це дозволяло мінімізувати негативний вплив певних факторів на фінансовий стан комерційних банків, пов'язаних з проведенням інфляційного таргетування.

В кінці 90-их років Резервний банк відмовився від практики впливу на динаміку цін за допомогою валютного курсу. Значною мірою відмова пов'язана з ослабленням правила «коефіцієнт 0,4». Зниження взаємозв'язку між валютним курсом та інфляцією в короткостроковій перспективі спостерігалось також в інших країнах, що

проводили таргетування інфляції. Нове правило впливу на інфляцію стало більш складним, що враховує відхилення реального валютного курсу, реальних процентних ставок, реального ВВП від потенційних рівнів (близьких або співпадаючих з усередненими за бізнес-цикл значеннями). Перехід до нового правила зумовив збільшення періоду, на який потрібно було прогнозувати інфляцію. Управління ліквідністю та інформаційна політика залишилися найважливішими інструментами Резервного банку Нової Зеландії [68].

Таким чином, досвід Нової Зеландії в сфері таргетування інфляції свідчить, що успішному його впровадженню нового режиму грошово-кредитної політики передували налагодження жорстких правових умов діяльності центрального банку, напрямків узгодженості монетарної і фіскальної політики (в першу чергу боргової), а також порівняно довгий перехідний період, який передбачав досягнення цілей щодо забезпечення високого рівня ліквідності банківської системи та стабільності валютного курсу шляхом використання правила грошово-кредитної політики, яке, по суті, передбачало встановлення неоголошеного валютного коридору. Звідси, досягнення цілі по ліквідності банківської системи шляхом мінімізації надлишкових резервів банків сприяло розвитку кредитування реального сектору економіки, а це, в свою чергу, призвело до високого рівня її монетизації (114% станом на 2016 рік) та високих темпів економічного зростання, досягнення цілі по валютному курсу, що, спочатку було основою досягнення цілей з інфляції, сприяло позитивним діловим очікуванням суб'єктів підприємницької діяльності і населення і, як наслідок, поживавленню ділової активності.

Підсумовуючи дослідження особливостей трансмісійного механізму грошово-кредитної політики Нової Зеландії в контексті інфляційного таргетування, можна зробити наступні висновки для України:

- 1) впровадження монетарного режиму таргетування інфляції в Новій Зеландії передбачало перехідний період терміном в дев'ять років, впродовж якого центральний банк використовував фактичне таргетування інфляції, валютного курсу і банківської ліквідності, що дало змогу поступово пристосувати всі економічні процеси та поведінку економічних агентів до нового монетарного режиму. Валютна

та цінова стабільність в Новій Зеландії визначалася спеціальним монетарним правилом, яке було впроваджено на основі досліджень впливу одновідсоткової зміни валютного курсу на інфляцію, де коефіцієнт такої зміни становив 0,4. Відповідно до цього центральним банком було встановлено межі («conditional comfort zone»), на які потрібно орієнтуватися з тим, щоб досягти мети щодо інфляції. Розмір цих меж був доведений до громадськості і таким чином слугував частиною комунікативної політики, яка формувала довіру до політики центрального банку. Окрім цього, центральний банк Нової Зеландії впродовж дев'яти років регулював банківську ліквідність шляхом таргетування обсягу надлишкових резервів на рівні 0,1% від загального обсягу депозитів, що зберігаються в банківській системі, що дало змогу підтримувати високий рівень кредитного забезпечення економіки.

Такий перехідний період, вочевидь, був би корисним й для України на шляху до побудови гібридного таргетування інфляції, яке б створювало умови для забезпечення фінансової та макроекономічної стабільності.

2) досвід Нової Зеландії свідчить про необхідність дотримання високого рівня відповідальності за результати грошово-кредитної політики, а також високого рівня координації монетарної і фіскальної політики з метою досягнення цілей по інфляції. Така узгодженість і відповідальність в Новій Зеландії закріплена спеціальними нормативними документами і за недотримання домовленостей передбачається відставка голови центрального банку, чого немає в Україні.

3) у Новій Зеландії значна увага приділяється антимонопольній політиці, структурі зовнішньої торгівлі, розвитку внутрішнього ринку, що є базовими умовами забезпечення ефективності режиму інфляційного таргетування.

Зважаючи на те, що структура вітчизняної економіки, експорту та імпорту кардинально відрізняється від економіки Нової Зеландії, на наш погляд, необхідно звернути увагу на досвід країн-експортерів сировини в частині реалізації режиму інфляційного таргетування. Серед таких країн варто виокремити Норвегію та Австралію, де частка експорту сировини в сукупному експорті займає 70%, що більше навіть, ніж в Україні. Однак, на наш погляд, успішність режиму таргетування інфляції в цих країнах забезпечується не стільки ефективністю грошово-кредитної

політики, а умовами її реалізації. Так, за легкістю ведення бізнесу та найменшим рівнем корупції Норвегія та Австралія входять в п'ятнадцятку рейтингу країн світу (див. табл. 3.1), досить ефективною є антимонопольна політика (11 і 32 місце серед 140 країн), окрім цього, важливим є низький рівень імпорту енергоносіїв (5% і 10% відповідно), що знижує тиск на валютний курс.

Тим не менше, за класифікацією МВФ, перебуваючи в числі країн із традиційним режимом інфляційного таргетування, Норвегія і Австралія використовують ефективні методи регулювання валютного курсу з метою згладжування шоків валютної нестабільності та мінімізації її впливу на цінову стабільність, особливо в умовах погіршення економічної кон'юнктури чи кризових явищ в економіці.

Так, основою таргетування інфляції Банку Норвегії є таргетування тримісячної ставки NIBOR шляхом встановлення вузького коридору між ключовою процентною ставкою (ставка за депозитами в Банку Норвегії) та ставкою за кредитами Банку Норвегії овернайт. Суть вузького коридору процентних ставок полягає у створенні умов для збереження помірною надлишку банківської ліквідності, а трирічний прогноз індикативної ставки NIBOR здійснюється для формування позитивних ділових очікувань. Досягнення цільових орієнтирів з інфляції здійснюється шляхом активного управління банківською ліквідністю через розгорнутий механізм операцій на відкритому ринку, який передбачає регулювання ліквідності банків не тільки в національній валюті – норвезькій кроні, а й в іноземній, з метою забезпечення стабільності валютного курсу. З цією метою Банк Норвегії використовує два непрямі інструменти регулювання валютного курсу:

- 1) валютні свопи, що використовуються як додаткові операції із надання ліквідності до операцій з кредитування на аукціонній основі і (або) як операції з надання ліквідності в іноземній валюті для норвезьких банків. Вартість валютних свопів також визначається за допомогою аукціонів за дискримінаційною ціною. Доступ до даного виду операцій мають всі банки, включаючи тих, які не мають доступу до постійних механізмів кредитування;

- 2) кредити в іноземній валюті, що надаються в доларах США під кредитне

забезпечення. Це забезпечує можливість надання ліквідності банкам з метою зниження девальваційного тиску на валютний курс. Даний механізм активно використовувався Банком Норвегії під час світової фінансово-економічної кризи в 2008-2009 роках [202].

Таким чином, використовуючи перелічені вище механізми регулювання валютної ліквідності комерційних банків, Банк Норвегії, шляхом зміни відсоткової ставки за кредитами в іноземній валюті та умов надання валютних свопів, може регулювати пропозицію іноземної валюти на внутрішньому ринку, а також згладжувати девальваційні шоки, збільшуючи валютну ліквідність, що дає йому непрямий метод регулювання валютного курсу не використовуючи валютних інтервенцій. Обумовлена строковість та процентна ставка за валютними свопами і валютними кредитами дає змогу забезпечити прогнозованість динаміки валютного курсу крони, а також мінімізує негативний вплив курсових коливань на динаміку інфляції, що значно підвищує можливості Банку Норвегії у досягненні інфляційної цілі.

Окрім цього, варто зауважити, що, незважаючи на класифікацію МВФ режиму інфляційного таргетування Норвегії як традиційного, сам банк Норвегії визначає його як гнучке таргетування. Такий підхід Банку Норвегії обумовлений необхідністю досягнення цілей грошово-кредитної політики відповідно до «Законодавчого акту про монетарну політику» від 20.06.2003 р., які полягають у дотриманні низького і стабільного рівня інфляції, однак – при одночасному «здійсненні внеску в стабільну динаміку випуску і зайнятості». Забезпечення стабільної динаміки випуску і зайнятості є нічим іншим, як таргетуванням номінального ВВП, що вимагає від Банку Норвегії не лише побудови структурованого монетарного режиму, а й для кращого інформування економічних суб'єктів про напрямки грошово-кредитної політики через встановлення певного монетарного правила виду:

$$L = (\pi_t - \pi^*)^2 + \lambda (y_t - y_t^*)^2 + \gamma (i_t - i_{t-1})^2 + \tau (i_t - i_t^*)^2, \text{ де}$$

π_t , y_t , i_t – поточні рівні інфляції, ВВП і ключової процентної ставки (ставки за депозитними сертифікатами Банку Норвегії); π^* і y_t^* – цільові рівні інфляції і ВВП відповідно; i_t^* - очікуваний номінальний рівень ключової процентної ставки за базовим сценарієм.

Включення в правило грошово-кредитної політики показників економічного росту дозволяє уникнути надмірного підвищення процентних ставок в умовах зниження світових цін на нафту, яке супроводжується падінням курсу крони, і, відповідно, інфляційним шоком. За 2000-ні роки дотримання даного правила дозволило двічі пом'якшити негативний вплив зовнішньої кон'юнктури на стабільність норвезької крони [202].

На наш погляд, позитивними аспектами досвіду Норвегії в сфері організації трансмісійного механізму грошово-кредитної політики та забезпечення ефективності режиму інфляційного таргетування може стати практика трирічного прогнозування ключової процентної ставки, що створюватиме позитивні ділові очікування економічних агентів, впровадження своп-кредитів центрального банку, а також, зважаючи на високий рівень доларизації економіки України, запровадження кредитів рефінансування в іноземній валюті для ефективного регулювання банківської ліквідності. Окрім цього, важливим досвідом є впровадження монетарного правила спрямованого на таргетування номінального ВВП, наслідком чого може бути досягнення максимального рівня зайнятості в країні.

Австралія, як експортно-орієнтована країна з високою часткою сировини в сукупному експорті, також використовує коридор процентних ставок в межах 2%, валютні свопи для регулювання валютного курсу та правило монетарної політики, яке виражається індексом монетарної кон'юнктури, що включає комбінацію змінних процентних ставок і валютного курсу [78].

Операції з купівлі-продажу іноземної валюти на умовах своп використовує також Центральний банк Індонезії, а також строкові валютні депозити у формі щотижневих валютних аукціонів для банків, які мають надлишкову ліквідність в іноземній валюті з метою оперативного регулювання валютного курсу в умовах інфляційного таргетування [99].

Позитивним досвідом для України в частині реалізації монетарного режиму інфляційного таргетування може бути досвід Банку Туреччини, який відмовився від поняття основного інструменту грошово-кредитної політики – ключової процентної ставки, зберігши за нею функції сигнального інструменту.

При цьому були введені три основні інструменти грошово-кредитної політики:

- 1) асиметричний процентний коридор;
- 2) щоденне управління ліквідністю за допомогою операцій прямого/зворотного репо з термінами овернайт, тиждень, місяць;
- 3) механізм резервного вибору – reserve option mechanism.

Процентний коридор обмежений ставками за операціями постійної дії центрального банку – операціями кредитування і депозитних операцій овернайт, що не є чимось особливим у порівнянні з іншими країнами. Однак, на відміну від практики минулих років, з 2010 р. процентний коридор змінюють асиметрично, а не симетрично, тобто коридор розширюється або звужується в одну і в іншу сторони, залежно від напрямку руху короткострокового іноземного капіталу.

Наприклад, якщо в країні спостерігається різкий приплив іноземного капіталу, то перед центральним банком виникає ряд завдань: запобігти ревальвації національної валюти, не допустити зростання попиту на кредитні ресурси всередині країни, а також не допустити збільшення інфляційного тиску. Використовуючи симетричний коридор, центральний банк повинен був би симетрично або підвищувати, або знижувати межі процентного коридору. У першому випадку, разом з процентним коридором зсуваються вгору ринкові процентні ставки, і цей захід набуває обмежувальний характер, що запобігає перегріву в економіці та зростанню інфляції, викликаний припливом інвестиційного попиту. Негативним наслідком є подорожчання і висока волатильність валютного курсу національної валюти, а також подальше посилення припливу спекулятивного капіталу в країну. У другому випадку центральний банк може знизити процентний коридор, тим самим приборкати апетити інвесторів, однак підвищивши при цьому ризик розкручування інфляційної спіралі та надування кредитного міхура.

При використанні асиметричного процентного коридору перед центральним банком не виникає дилема вибору між заходами з підтримки цінової стабільності і заходами щодо забезпечення фінансової стабільності. Це пов'язано з тим, що короткострокові процентні ставки, що утворюють верхню і нижню межу коридору, використовуються узгоджено, але окремо один від одного. Ідея полягає в тому, щоб

окремо коригувати межі коридору, не створюючи протиріч між такими коригуваннями.

Механізм резервного вибору також був створений як міра протидії курсовій волатильності сучасної грошово-кредитної політики Туреччини в рамках основної стратегії таргетування інфляції. Відповідно до цього механізму, комерційні банки мають право вибрати валютну структуру своїх резервів у встановлених Центральним банком Туреччини межах, а також резервувати кошти в золоті. Частки резервів у національній валюті, іноземній валюті та золоті визначаються спеціальним коефіцієнтом резервування – Reserve option ratio; кількість іноземної валюти і золота на одиницю національної валюти визначається коефіцієнтом Reserve option coefficient.

Даний захід дає можливість банку акумулювати в резервах надлишок іноземної валюти в періоди інтенсивного припливу іноземного капіталу, а потім використовувати її під час відтоку. Механізм резервного вибору дозволяє знизити валютні ризики, а також стабілізувати валютний курс турецької ліри. У такій формі традиційний інструмент грошово-кредитної політики, як і асиметричний процентний коридор, виконує роль макропруденційного інструменту забезпечення фінансової стабільності і є доповнюючим інструментом для таргетування інфляції [118].

Виходячи із вітчизняних реалій регулювання банківської ліквідності шляхом використання практики абсорбування її надлишку на депозитних сертифікатах за високою процентною ставкою, надзвичайно актуальним є досвід Туреччини в частині впровадження асиметричного процентного коридору. Впровадження асиметричного процентного коридору в Україні, який передбачатиме можливість розриву між ставками рефінансування овернайт та ставками за депозитними сертифікатами овернайт і іншою строковістю дозволить знизити обсяги надлишкової банківської ліквідності, акумульованої в НБУ, та спрямувати її на кредитування реального сектору економіки.

Та варто зауважити, що оптимізації монетарного режиму недостатньо для підвищення ефективності грошово-кредитної політики в середньо- і довгостроковій перспективі, адже досягнення стабільності цін та стабільності національної грошової одиниці не гарантує досягнення стабільних темпів зростання ВВП та зниження рівня безробіття. Тому в цьому контексті актуальним для Національного банку України є

вивчення зарубіжного досвіду в сфері використання нетрадиційних інструментів грошово-кредитної політики та напрямків фінансування реального сектору економіки.

Безумовно, одним із найяскравіших прикладів оптимізації грошово-кредитної політики в контексті подолання кризових явищ в економіці та стимулювання економічного зростання є приклад Федеральної резервної системи США, яка кардинально змінила не тільки інструменти монетарної політики, а весь її трансмісійний механізм. Так, використавши можливості традиційних інструментів монетарної політики для досягнення фінансової стабільності і не досягнувши бажаних результатів, ФРС США запровадила так звані неконвенційні інструменти [53] монетарної політики, які передбачали розширене надання ліквідності не тільки комерційним банкам, але й небанківським фінансово-кредитним установам та нефінансовим організаціям. Реалізація зазначених інструментів грошово-кредитної політики відбувалася в рамках декількох програм з викупу «токсичних» активів. Зокрема, такі програми як TAF (Term Auction Facility) – термінові кредитні аукціони, PDCF (Primary Dealer Credit Facility) – кредити первинним дилерам, TSLF (Term Securities Lending Facility) – термінові кредитні аукціони цінних паперів передбачали викуп цінних паперів в комерційних банків за ставкою дисконту нижчою, ніж ключова процентна ставка за федеральними фондами, що дозволило, з одного боку, підвищити рівень ліквідності банківської системи, а з іншого – знизити обсяги непрацюючих активів і, відповідно, рівень збитковості банків. Дві інші програми, такі як ABCP (Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility) – програма викупу забезпечених комерційних паперів пайових фондів грошового ринку, MMIFF (Money Market Investor Funding Facility) – програма фінансування інвесторів грошового ринку передбачали викуп неліквідних активів пайових фондів грошового ринку з метою збільшення ліквідності фондового ринку [209]. Реалізація двох зазначених вище програм змінила традиційне уявлення про сутність функції кредитора останньої інстанції центрального банку, яка в цьому випадку не обмежувалася банківськими установами, тобто вперше у своїй історії ФРС США надала кредитну підтримку учасникам небанківського ринку, що підкреслило нетрадиційність монетарної політики.

Однак ще більш нетрадиційною програмою ФРС США стала програма TALF, яка передбачала надання середньострокових кредитів приватним компаніям під заставу їх сек'юритизованих активів [25]. У правовому аспекті можливість використання даного інструменту забезпечувалася параграфом 13 (3) Закону про Федеральну резервну систему (Federal Reserve Act) [248], що наділяє ФРС повноваженнями у виняткових випадках надавати забезпечені позички приватним особам і корпораціям. До участі в програмі в якості позичальників були допущені засновані в США небанківські компанії і організації, депозитні організації, відділення та філії іноземних банків, що підтримують резерви в Федеральних резервних банках США, а також інвестиційні фонди, що ведуть основну частину бізнесу в США. Допускалися компанії і організації з участю іноземного приватного капіталу, але не були допущені компанії і організації, контрольовані урядами іноземних держав (крім депозитних організацій, їх філій і дочірніх компаній).

На додаток до зазначених програм кредитування ФРС створила механізм фінансування викупу високоякісних тримісячних комерційних цінних паперів в доларах США (фінансових і нефінансових) як забезпечених, так і незабезпечених у емітентів таких цінних паперів, через спеціально створену дочірню компанію первинних дилерів CPFF (Commercial Paper Funding Facility). Створення механізму CPFF ознаменувало собою нову віху в діяльності центрального банку: для збереження фінансової стабільності ФРС вперше фінансувала нефінансові комерційні підприємства. Ця програма стала найбільш широко використовуваним механізмом поповнення економіки ліквідністю в умовах кризи [165].

Таким чином, разом із впровадженням нових неконвенційних інструментів грошово-кредитної політики ФРС США модернізувала механізм монетарної трансмісії, адже через пряме фінансування нефінансових компаній та небанківських фінансово-кредитних установ відбувалася форсована передача імпульсів від центрального банку до реального сектору економіки (рис. 3.2).

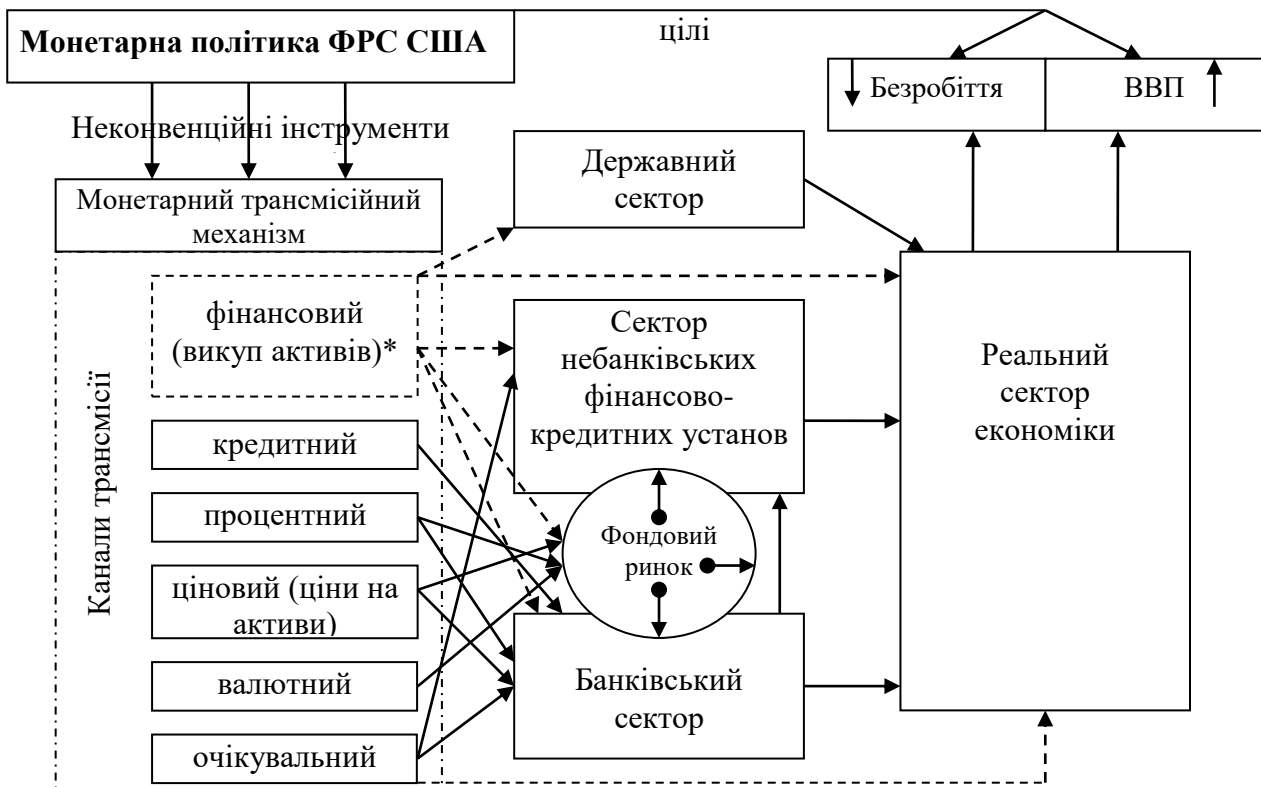


Рис. 3.2. Структурно-логічна схема трансформації монетарного трансмісійного механізму ФРС США**

* Пунктирними стрілками позначено нові канали монетарної трансмісії

** Побудовано автором на основі джерела [224]

Запровадження нового каналу монетарної трансмісії (назвемо його «фінансовим»), який передбачав розширене фінансування комерційних банків, небанківських фінансово-кредитних установ (в т.ч. державних іпотечних агенств) та приватних нефінансових компаній, дещо змінив цикл кредитування економіки, адже програми TALF та CPFF дозволяли оминати банківський сектор і напряду профінансувати реальний сектор економіки, що в разі зменшувало лаг передачі імпульсів від центрального банку до суб'єктів підприємництва. Пряме фінансування нефінансових компаній пришвидшувало подолання наслідків кризи.

До того ж, потрібно зауважити, що фінансовий канал монетарної трансмісії зумовив зміну очікувального каналу, адже оголошення ФРС про наміри відкорегувати умови тієї чи іншої програми або запровадити нову, впливали на очікування не тільки фінансового сектору, а й нефінансових компаній, що дозволяло швидшими темпами досягати цілей щодо зниження рівня безробіття та зростання ВВП.

Виходячи з аналізу неконвенційної політики ФРС США, варто зауважити, що для України, навіть за умови нерозвиненості фондового ринку і сектору

небанківських фінансово-кредитних установ, досвід ФРС можна використати в частині формування програм з викупу непрацюючих активів діючих банківських установ з метою зниження рівня їх збитковості. Для реалізації цієї ідеї Національному банку України доцільно створити дочірню компанію з управління активами, яка, шляхом отримання коштів рефінансування, повинна викупити непрацюючі активи в комерційних банків. Іншим напрямком адаптації досвіду неконвенційної політики ФРС США, на наш погляд, може бути створення механізму для стимулювання економічного зростання шляхом як викупу «токсичних» активів комерційних банків під фінансування певних напрямків розвитку реального сектору економіки, так і надання пільгових кредитів рефінансування комерційним банкам для фінансування різноманітних інфраструктурних проектів.

Аналізуючи досвід трансформації інструментів грошово-кредитної політики та монетарного трансмісійного механізму в інших розвинутих країнах світу, таких як: Європейський Союз, Великобританія та Японія, - варто зазначити, що центральні банки згаданих країн також вдавалися до кількісного і кредитного пом'якшення, однак на відміну від ФРС США, такі заходи не передбачали пряме фінансування приватних фінансових корпорацій.

Не менш цікавим для України досвідом організації функціонування трансмісійного механізму монетарної політики може бути досвід Китаю, який, в силу структури своєї експортноорієнтованої економіки, основний акцент робив на валютному каналі монетарної трансмісії, що виконував головну роль в зростанні грошової маси в країні, як основного інвестиційного ресурсу. Однак, починаючи з середини 90-х років минулого століття, Китай активно використовує кредитний канал монетарної трансмісії, що передбачає надходження кредитних коштів в економіку від центрального банку через державні спеціалізовані банки розвитку. Аналізуючи трансмісійний механізм грошово-кредитної політики Китаю, можна зробити висновок про те, що з точки зору насичення ринку ліквідністю найдієвішими каналами трансмісії є валютний та кредитний, однак найефективнішим – кредитний. Така ситуація пов'язана з тим, що, на відміну від багатьох інших країн світу, Народний банк Китаю для досягнення цілей із сприяння розвитку національної економіки [44, с. 111] у якості

трансляторів кредитних коштів рефінансування використовує спеціалізовані банки розвитку, які, в свою чергу, бездоганно забезпечують досягнення цільового спрямування кредитів центрального банку в реальний сектор економіки (рис. 3.3).

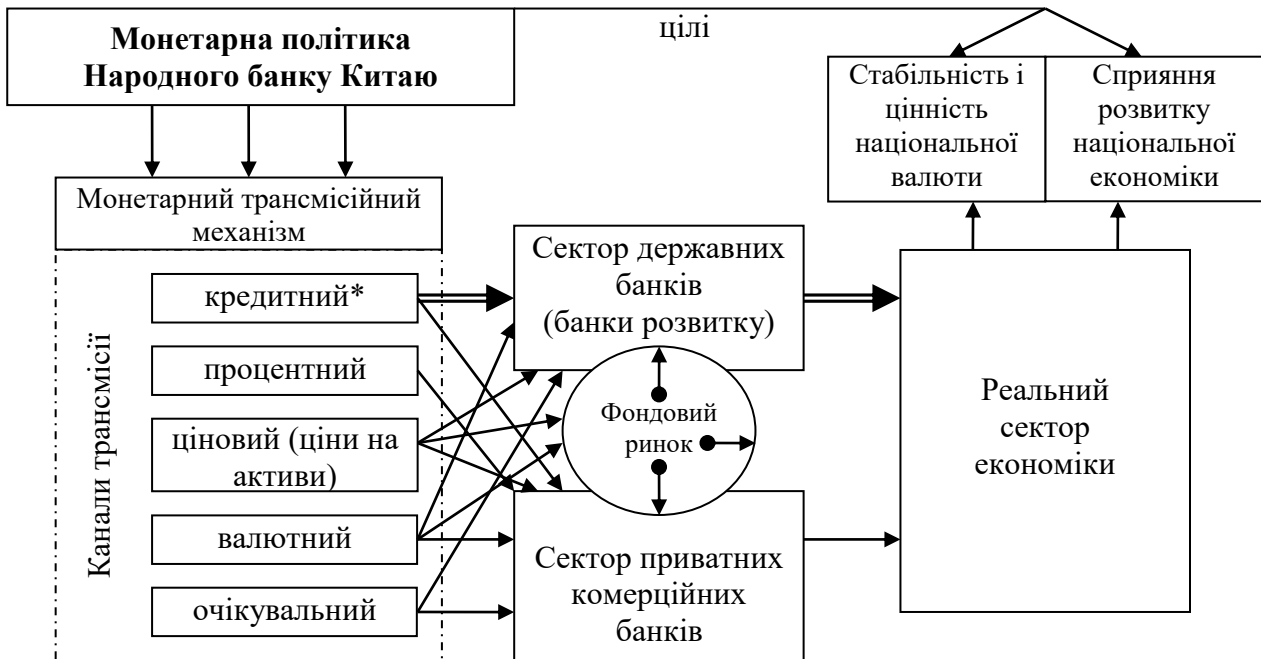


Рис. 3.3. Структурно-логічна схема механізму монетарної трансмісії Народного банку Китаю**

* основний канал монетарної трансмісії

**побудовано автором на основі джерела [42, с.110 - 112]

Таким чином, банки розвитку Китаю є частиною трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, яка створює фундамент для розвитку ключових галузей китайської промисловості. Приватний банківський сектор також активно використовує кредити рефінансування, однак таке кредитування спрямоване в ті галузі економіки, які дозволяють отримати максимальний прибуток, а не в ті, які є важливими для розвитку національної економіки.

Зважаючи на затяжні кризові явища в банківській системі України та структурні дисбаланси національної економіки, створення банків розвитку на зразок Китаю і використання їх в процесі грошово-кредитної трансмісії дасть змогу забезпечити цільове спрямування коштів рефінансування та досягнути цілей щодо досягнення стабільного і стійкого зростання номінального ВВП.

Окрім досвіду організації трансмісійного механізму грошово-кредитної політики проаналізованих вище країн, враховуючи останні тенденції розвитку Польщі, як країни-сусіда, яка після розвалу Радянського Союзу мала гірші стартові умови, ніж

Україна, однак за чверть століття зуміла побудувати прогресивну економіку, вважаємо за доцільне вивчити досвід організації грошово-кредитної політики Національного банку Польщі в контексті оголошеного режиму інфляційного таргетування.

Так, з 1998 р. в Польщі спробували впровадити монетарний режим інфляційного таргетування із таргетом інфляції на рівні 0,5%, а пізніше 1,2%, однак Національний банк Польщі в силу високих цін на імпорту сировину та зростання внутрішнього попиту жодного разу не зумів дотриматися оголошених цілей. І тоді в Польщі усвідомили, що інфляційне таргетування працює лише за умови повільного зростання, яке не залежить від зовнішніх економічних циклів (як це відбувається в Японії). А в країнах, що розвиваються, цей монетарний механізм, застосований як «сліпе» копіювання, призводить до вельми непередбачуваних наслідків: на піку сировинних циклів, коли зростання цін на експортні товари призводить до різкого збільшення припливу валюти на внутрішній ринок, інфляція, як правило, скорочується до мінімальних позначок. Виконуючи вимоги Європейського Союзу, Польща на правовому рівні використовує таргетування інфляції, однак насправді – таргетування динаміки економічного зростання та рівня зайнятості, основою чого є інфляційна та курсова політика.

Основою валютної стабільності в Польщі є політика керованого плавання, яка гнучко реагує на зміну внутрішніх і зовнішніх макроекономічних умов, а цінова стабільність – це похідна від валютної стабільності і економічного укладу Польщі.

Насправді, виходячи із аналізу особливостей розвитку економіки Польщі, участь центрального банку в забезпеченні економічного зростання не є настільки вагомою, як може здатися на перший погляд, адже базовими умовами валютної, цінової і фінансової стабільності в країні є високорозвинутий внутрішній ринок, технологічна структура експорту та інвестиційний клімат, що кардинально відрізняє Польщу від України.

Так, впродовж 1990-2010 рр. Польща, використовуючи в тому числі й фінансову допомогу ЄС, зуміла створити умови для розвитку малого і середнього бізнесу, які стали основою розвитку внутрішнього ринку, а також обмежити розростання фінансово-промислових груп, які могли перерости в монополії, як це

відбулося в Україні. Розвиток інноваційних кластерів та технологічних парків, разом із стимулюванням зовнішніх і внутрішніх інвестицій на рівні Уряду, сприяв створенню позитивного інвестиційного клімату і, таким чином, встановленню позитивного сальдо фінансового рахунку платіжного балансу. Приплив валюти з-за кордону дозволяв Національному банку Польщі поповнювати золотовалютні резерви та оперативно реагувати на зміни курсової динаміки, а жорсткий валютний контроль дозволив обмежити або повністю виключити факт спекулятивних операцій на валютному ринку. Більше того, всі необхідні зміни в динаміці курсу злогого відбуваються прогнозовано, в межах чіткого горизонту інвестиційного планування і тому не викликають паніки у населення і бізнесу. Тобто валютна політика Національного банку Польщі, яка в наукових колах отримала назву «злотоцентризм», спрямована на стимулювання внутрішніх інвестицій, адже валютна стабільність дозволяє розширити горизонти планування бізнесу та створити позитивні ділові очікування населення, що є запорукою довіри до національної валюти.

Варто зауважити, що Національний банк Польщі регулює процентні ставки в кращих традиціях інфляційного таргетування, однак в умовах валютної стабільності, позитивного інвестиційного клімату, розвинутого внутрішнього ринку немає підстав для надмірних коливань процентних ставок і цін.

Виходячи із досвіду Польщі в частині організації трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, потрібно зауважити, що така ефективність залежить від тих макроекономічних умов, які створені в країні на законодавчому, інституційному та управлінському рівнях, адже реформи в Польщі були спрямовані на розвиток малого і середнього бізнесу, внутрішнього ринку, покращення інвестиційного клімату, а не стимулювання розвитку монополій в угоду олігархічним кланам, як це відбулося в Україні. Без належної економічної політики, заснованої на взаємоузгоджених діях центрального банку і Уряду, спрямованих на виконання стратегії розбудови держави, досягнення цінової, валютної і фінансової стабільності є неможливим. Адже, наприклад, забезпечення валютної стабільності в Україні шляхом використання керованого плавання потребує достатніх і прогнозованих обсягів надходження іноземної валюти, що є можливим лише у випадку стимулювання

експорту товарів з доданою вартістю, а також у випадку розвитку внутрішнього ринку, що дозволить обмежити імпорт. Тому Національний банк України одноосібно не зможе вирішити проблеми фінансової і макроекономічної нестабільності незалежно від ефективності обраного ним монетарного режиму.

Таким чином, підсумовуючи вищесказане, можна зробити висновок, що центральні банки проаналізованих країн під час вибору монетарного режиму керуються виключно національними особливостями економічних систем та національними інтересами, адже всі дії грошово-кредитної політики спрямовані на досягнення фінансової стабільності та підтримання економічного зростання, фактори яких мають яскраво виражений національний підтекст. У цьому випадку досить важко визначити правильність вибору того чи іншого монетарного режиму, або того чи іншого механізму його реалізації. В загальному зарубіжний досвід свідчить, що всі монетарні режими є гібридними за своєю природою з переважаючим таргетом та такою структурою інструментів і цілей грошово-кредитної політики, яка спрямовується на досягнення економічного зростання через забезпечення цінової, валютної і фінансової стабільності.

Відтак, Національному банку України необхідно відійти від практики повного копіювання монетарного режиму інфляційного таргетування, а, виходячи із деформованої структури національної економіки та її сировинного характеру, перейти до практики використання еkleктичного монетарного режиму, який дозволить врахувати особливості економіко-правового середовища функціонування ключових ринків країни. В цьому контексті НБУ необхідно визначити рівень ефективності інструментів грошово-кредитної політики, окреслити стратегічні цілі та забезпечити прогнозованість політики разом із поступовим досягнення оголошених цілей.

3.2. Економіко-математична оцінка дієвості грошово-кредитної політики Національного банку України

В попередніх розділах ми здійснили теоретичну та статистичну оцінку дієвості

інструментів грошово-кредитної політики НБУ в контексті їх впливу на макроекономічну стабільність. Проте, задля виявлення точніших та глибших взаємозв'язків та ефективності каналів трансмісійного механізму, доцільно їх прослідкувати в математичній площині. За підсумками таких математичних розрахунків, ми матимемо змогу дослідити та визначити кількісний аспект дії інструментів НБУ на фінансовий ринок країни. Кореляційний аналіз дасть нам можливість визначити, яким чином показники одних факторів інструментів чи каналів трансмісії залежать від показників інших факторів. Після знаходження коефіцієнтів регресії, ми перевіримо адекватність отриманих моделей [60]. Перевірка адекватності моделей необхідна, тому що вид функціональної залежності був наперед невідомим і вибирався, по можливості, найпростішим. Перевірка адекватності буде проводитися за обчисленням залишкової дисперсії. Критерій Фішера дозволяє порівняти загальний розкид відносно лінії регресії з розкидом в точці. Задаючи рівень значимості $q=0.05$, будемо знаходити табличне значення критерію Фішера. Якщо воно більше обчисленого, тоді регресійна модель адекватна результатам експерименту. Якщо ні, то потрібно вибрати іншу, більш складнішу залежність. Таким чином, коефіцієнт є значимим, якщо він більший за довірчий інтервал, тобто, якщо його усереднений вплив на вихідну контрольовану характеристику Y_i більший, ніж вплив розкиду від неточностей моделі та інших “заважаючих” факторів. Статистична незначимість коефіцієнтів b_i може бути викликана наступними обставинами: рівень базового режиму по даній змінній X_i близький до точки екстремума; діапазон зміни даного фактора в пасивному експерименті був надто малий; велика похибка експериментів із-завеликого впливу неконтрольованих факторів; даний фактор дійсно не впливає на значення вихідного параметра. Основною ціллю такого аналізу є визначення напрямів підвищення дієвості інструментів грошово-кредитної політики НБУ задля покращення макроекономічної ситуації в країні.

Отже, проаналізуємо ефективність процентного каналу трансмісійного механізму шляхом оцінки взаємозв'язку базових показників, які виявляють вплив на його специфіку (Додаток Р).

Аналіз кореляційної матриці (Додаток Р, табл. Р.1) дозволяє визначити наявність досить суттєвого зв'язку між ставками за кредитами та депозитами в національній

валюті (0,9091). Відносно інших складових, то найвища щільність між процентними ставками за кредитами в національній валюті та ставками за кредитами овернайт (0,6496), середньозваженою ставкою за всіма інструментами рефінансування (0,6452) та обліковою ставкою (0,5849), що, водночас, є показником високої кореляції. Щодо ставки за депозитами в національній валюті, то тут нижча кореляційна залежність – 0,4939, 0,4797 та 0,4018 відповідно, що є показником середнього взаємозв'язку.

Розглянемо економіко-математичну модель формування процентної ставки за кредитами від вибраних чинників:

$$y = 12,2620 - 0,2242x_1 + 0,2001x_2 + 0,3231x_3, R^2 = 0,4429 \quad (3.1)$$

Коефіцієнт трансмісії 44,29%.

Економіко-математична модель формування процентної ставки за депозитами від вибраних чинників:

$$y = 5,2457 - 0,3886x_1 + 0,2444x_2 + 0,3621x_3, R^2 = 0,2884 \quad (3.2)$$

Коефіцієнт трансмісії 28,84%.

Такі низькі показники трансмісії засвідчують середню щільність зв'язку процентної політики банків та процентної політики НБУ, особливо це стосується формування відсотків за депозитами.

Таким чином, проведений кореляційний аналіз свідчить про недостатню дієвість процентного каналу, адже спостерігається невисокий вплив зміни процентних ставок НБУ на процентну політику банківських установ. Крім того, модель підтвердила, що облікова ставка в Україні не виступає тим базовим показником, на який орієнтуються банківські установи при формуванні власної відсоткової політики, а політика рефінансування не є повноцінною основою забезпечення їх грошовими ресурсами. Також можна вважати, що при визначенні ціни на кредити, банки перш за все виходять із вартості залучення депозитів, водночас останні слабо залежать від проведеної НБУ процентної політики. Така ситуація вказує на те, що банки формують власну процентну політику в більшості не від того, як її здійснює НБУ, а виходячи із макроекономічної ситуації в країні та від настроїв населення, що не дозволяє регулятору використовувати вказаний канал як ефективний механізм впливу на фінансово-економічну ситуацію в країні.

Розглянемо ефективність процентного каналу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики за допомогою факторного аналізу (табл. 3.2).

Таблиця 3.2

Факторний аналіз показників процентного каналу трансмісійного механізму за 2009-2018 рр.

Показники	Фактор ефективності процентної політики НБУ ¹	Фактор ефективності процентної політики банків
Облікова ставка	0,9570	0,2211
Ставка за кредитами овернайт	0,9238	0,3213
Середньозважена ставка за всіма інструментами рефінансування	0,9414	0,3036
Ставки банків за залученими депозитами в національній валюті	0,1947	0,9665
Ставки банків за наданими кредитами в національній валюті	0,4018	0,8939
Дисперсія	2,8547	1,9774
Частка дисперсії	0,5709	0,3955

Коефіцієнт кореляції моделі $R = 96,64\%$. Жирним шрифтом відзначені чинники впливу на фактор. Так, аналіз структури першого фактору вказує, що базовими чинниками, на основі яких можна тлумачити його сутність є показники облікової ставки, ставки за кредитами овернайт та середньозваженої ставки за всіма інструментами рефінансування НБУ. Другий фактор характеризує ефективність процентної політики банків, адже найвищі кореляційні взаємодії має із ставками банків за кредитними та депозитними операціями в національній валюті. Отримані узагальнюючі фактори можна вважати як певні специфічні умови, що відображають дієвість самого процентного каналу трансмісії. При цьому важливим є той факт, що збереглась інформативність вибірки та вихідні дані, які засвідчують ефективність конкретного каналу, здійснюють найвагоміший вклад у формування фактора.

Коефіцієнт детермінації для оцінки трансмісійності процентного каналу становить $88,91\%$, що є ознакою сильної взаємодії показників каналу.

Розглянемо взаємозв'язок показників кредитного каналу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики (Додаток Р. табл. Р.2), кореляційна матриця яких відображає суттєвий зв'язок між обсягом наданих кредитів та залучених депозитів депозитами ($0,8938$) та обсягом кредитів й грошовою базою ($0,9118$), а також між депозитами і грошовою базою ($0,9779$).

¹ Фактор визначається як поєднання декількох показників грошово-кредитної політики або політики комерційних банків.

Економіко-математична модель залежності обсягів кредитів, наданих банками України (y) від зміни грошової бази (x_1) та обсягів депозитів, залучених банками України (x_2) продемонстрована наступним рівнянням:

$$y = 388714,8 + 1,6285x_1 + 0,05502x_2, R^2 = 0,8316 \quad (3.3)$$

Так, збільшення обсягу грошової бази позитивно впливає на зростання обсягу кредитів (збільшення на одиницю при фіксованому значенні обсягів депозитів збільшує обсяги кредитів на 1,628 одиниці). Відповідно збільшення обсягів депозитів сягає 0,055 одиниць, що свідчить про незначний вплив депозитів на грошову базу.

Моделювання засвідчило досить суттєвий взаємовплив кредитного каналу трансмісійного механізму на зміну обсягу грошової бази, де основним результируючим показником є обсяг наданих банками кредитів та залучених депозитів.

Розглянемо вказаний канал за допомогою факторного аналізу (табл. 3.3).

Як бачимо, вказаний канал формує лише один фактор, на який мають обернений вплив грошова база та обсяг депозитів і кредитів у національній валюті. Так, дія цього каналу взаємопов'язана із ефективністю всіх інших каналів трансмісійного механізму, особливо з процентним та валютним, адже саме зміна облікової ставки має здійснювати відповідний вплив на вартість депозитів і процент за кредитами комерційних банків та їх валютної складової.

Таблиця 3.3

Факторний аналіз показників кредитного каналу трансмісійного механізму за 2009-2018 рр.

Показники	Фактор ефективності кредитного каналу
Грошова база	-0,987490
Обсяг кредитів, наданих банками України в національній валюті	-0,958035
Депозити залучені банками України в національній валюті	-0,981765
Дисперсія	2,856831
частка дисперсії (коефіцієнт кореляції)	95,23%

Тому, на наш погляд, вказаний фактор відображає дієвість облікової ставки в частині передавання імпульсів від її зміни на базові операції комерційних банків.

Проаналізуємо дієвість та взаємозв'язок складових валютного каналу (Додаток Р, табл. Р.3), де, виходячи із кореляційної матриці, показник грошової бази має обернену залежність із показником золотовалютних резервів (ЗВР) та пряму

залежність із показником обмінного курсу гривні. Девальвація ж курсу позитивно впливає на ріст грошової бази, а зменшення ЗВР сприяють зростанню грошової бази, що відповідає теоретичним концепціям та підтверджується на практиці (рис. 3.4).

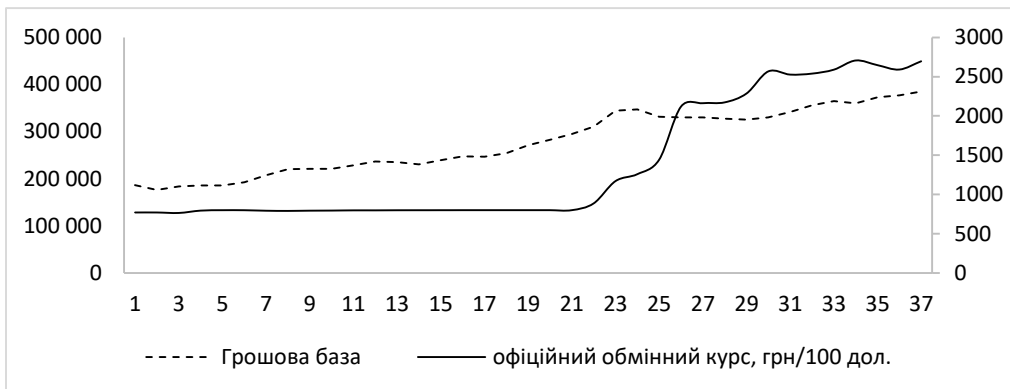


Рис. 3.4. Динаміка показника грошової бази та зміни офіційного обмінного курсу в кварталному вимірі за 2009-2018 рр. *

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

Так, як можемо побачити із рис. 3.4, збільшення грошової бази тісно пов'язане з придбанням іноземної валюти. Прослідкуємо динаміку золотовалютних резервів в кварталному розрізі (рис. 3.5).

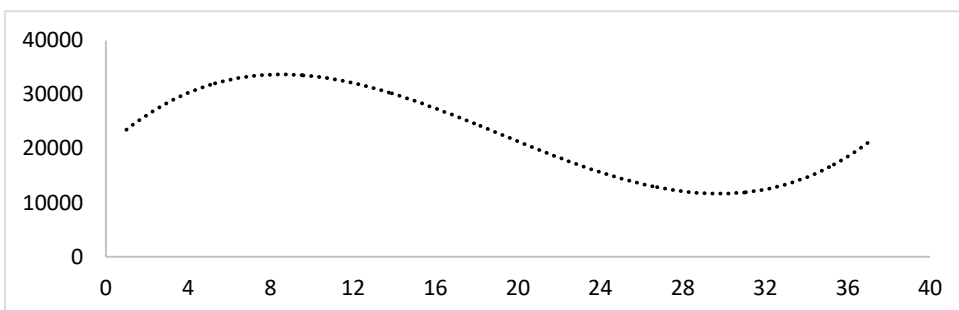


Рис. 3.5. Динаміка золотовалютних резервів в кварталному вимірі за 2009-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

Побудуємо економіко-математичну модель динаміки золотовалютних резервів:

$$y = 20243,16 + 4,607t^3 - 264,441t^2 + 3501,529t, R = 0,9308 \quad (3.4)$$

Середньоквартальна швидкість зростання ЗВР склала 2986,442 млрд. дол., а прискорення становило 501,239 млрд. дол. Зокрема в I кварталі 2009 р. був найбільший обсяг ЗВР (31543,2 млрд.дол.), у II кварталі 2015 р. він зменшився в 4,3

рази і досягнув свого мінімального обсягу (7338,3). З III кварталу 2015 р. спостерігається збільшення ЗВР. При цьому спостерігається різке зростання обмінного курсу гривні до долара США (з 1442,1 до 2118,3 грн.). На I квартал 2018 р. ЗВР зросли в 2,57 рази у порівнянні з 2015 р. і в 1,68 рази у порівнянні з 2009 р.

Економіко-математична модель залежності зміни обсягів грошової бази, у від зміни офіційного обмінного курсу, x_1 та зміни золотовалютних резервів, x_2 представлена формулою:

$$y = 281704,9 + 47,0447x_1 - 3,0271x_2, R^2 = 0,7798 \quad (3.5)$$

Коефіцієнт детермінації для оцінки трансмісійності валютного каналу становить 77,98 %, що виступає ознакою сильної дії каналу, і дозволяє зробити висновок про те, що він є досить дієвий канал трансмісійного механізму. Разом з тим, показник грошової бази не має суттєвого впливу на фінансово-економічну ситуацію в країні, а відтак, навряд чи він може виступати ефективним механізмом впливу на макроекономічну стабільність країни. Проаналізуємо валютний канал за допомогою факторного аналізу (табл. 3.4).

Таблиця 3.4

Факторний аналіз показників валютного каналу трансмісійного механізму за 2009-2018 рр.

Показники	Фактор ефективності валютного каналу
Грошова база	-0,949842
Офіційний обмінний курс, грн/100 дол.	-0,927716
Золотовалютні резерви, млрд. дол.	0,910408
Дисперсія	2,591701
Частка дисперсії (коефіцієнт кореляції)	86,39%

Коефіцієнт кореляції моделі $R = 86,39\%$. Так, в даній факторній моделі грошова база та обмінний курс гривні негативно (зростання призводить до послаблення дії) впливають на фактор, а золотовалютні резерви - прямий. Так, згідно з теорією, зміна курсу національної валюти виступає базовим чинником впливу політики НБУ на попит і виробництво.

Проведемо аналіз дієвості каналу очікувань на основі матриці кореляційних впливів (Додаток Р, табл. Р.4), який дозволить зробити декілька висновків. Так, на збільшення величини індексу очікувань слабкий позитивний вплив має зростання

ВВП і збільшення швидкості обертання грошей за М1, середній вплив – збільшення швидкості обертання грошей за М0. Зниження частки валютних кредитів у кредитному портфелі банків значно посилює сподівання економічних агентів. Зменшення частки валютних депозитів і відсоткової різниці між офіційним обмінним курсом з безготівковим має слабкий вплив на сподівання. Зниження офіційного обмінного курсу та безготівкового курсу гривні до долара США практично не впливає на очікування. Проаналізуємо вказаний канал за допомогою факторного аналізу (Додаток Р, табл. Р.5), де бачим, що коефіцієнт кореляції факторної моделі становить 0,7169. Економіко-математична модель залежності індексу очікувань від дієвих (впливових) чинників відображена в табл. 3.5

Таблиця 3.5

Модель залежності індексу очікувань від дієвих чинників за 2009-2018 рр.

Показники	Значення
Intercept	159,5449
ВВП, x_1	-0,00012
Швидкість обертання грошей за М0, x_2	38,00774
Частка валютних кредитів у кредитному портфелі банків, x_3	-1,802
Безготівковий курс гривні до долара США, x_4	0,014293
Процентна різниця між офіційним обмінним курсом і безготівковим, грн/100 дол. США, x_5	-0,7983
Показник впливу	0,767729

Економіко-математична модель залежності очікувань, у від обраних чинників відображена у формулі:

$$y = 159,8545 - 0,00012x_1 + 38,0077x_2 - 1,802x_3 + 0,01429x_4 - 0,768x_5, R^2 = 0,7677 \quad (3.6)$$

Коефіцієнт трансмісійності становить 76,77%, що свідчить про сильну дію показників каналу (Додаток Р, табл. Р.6). Як можемо побачити із кореляційної матриці, присутня незначна обернена залежність очікувань економічних агентів від наведених у ній чинників.

Задля детальнішого аналізу каналу очікувань, побудуємо економіко-математичні моделі залежності очікувань економічних агентів, у від зміни офіційного обмінного курсу, x_1 і зміни безготівкового обмінного курсу гривні, x_2

$$y = 120,817 + 0,9146x_1 - 0,9204x_2, R^2 = 0,3424 \quad (3.7)$$

$$y = 238,114x_1^{8,3504} x_2^{-8,4556}, R^2 = 0,4092 \quad (3.8)$$

Коефіцієнт детермінації для оцінки трансмісійності каналу очікувань становить 34,24 % для лінійної моделі (3.7) і 40,92% для нелінійної моделі (3.8). На таку величину зміна очікувань економічних агентів пояснюється зміною офіційного курсу гривні та безготівкового обмінного курсу. Від 34 % до 41 % випадків регулювання офіційного та безготівкового обмінного курсу НБУ позитивно вплинуло на очікування. Якщо збільшення офіційного курсу позитивно впливає, тобто збільшує очікування (що, на нашу думку, в Україні є прогнозованим, адже населення вже звикло до дорогого долара), то зниження безготівкового обмінного курсу теж збільшує очікування. Отже, можемо відмітити, що НБУ в певній мірі має можливість впливу на економічну ситуацію в країні за рахунок каналу очікувань. Разом з тим, у зв'язку із недостатньою детермінацією, на вказаний канал має вплив безліч інших, незалежних від валютно-курсової динаміки, факторів. А відтак, з метою збільшення ефективності каналу очікувань, зрештою як і інших каналів трансмісійного механізму, слід забезпечити вищу довіру економічних агентів до дій регулятора.

Проаналізуємо динаміку швидкості обігу грошей в Україні (рис. 3.6)

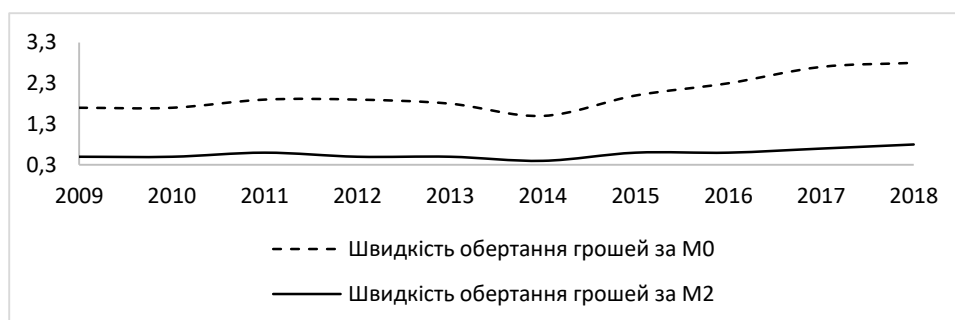


Рис. 3.6. Динаміка швидкостей обігу грошей M0 та M2 в кварталному вимірі за 2009-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

Так, значення показника швидкості обігу грошей вважається нормальним за обороту приблизно 2 рази на рік. За останні десять років показник знаходився у межах норми з тенденцією до прискорення з 2015 р. Кризові явища в економіці країни спричинили зниження довіри до національної валюти на користь іноземної. При цьому граничне значення доларизації економіки становить 30%, в Україні воно вище (рис. 3.7).

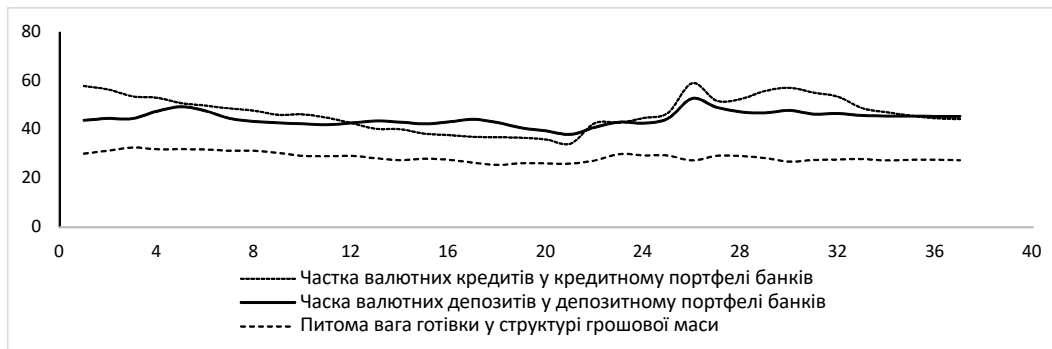


Рис. 3.7. Динаміка валютизації кредитного та депозитного портфелів банків та питомої ваги готівки в структурі грошової маси за 2009-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

Висока доларизація порушує макроекономічну стабільність країни, знижує ефективність грошово-кредитної політики, сприяє вивезенню капіталу за кордон, та деформує структуру грошового обігу. Розрахуємо коефіцієнт варіації для аналізованих показників (табл. 3.6)

Таблиця 3.6

Аналіз варіації показників каналу очікувань трансмісійного механізму за 2009-2018 рр.

Показник	Частка валютних кредитів у кредитному портфелі банків	Частка валютних депозитів у депозитному портфелі банків	Питома вага готівки у структурі грошової маси
Коефіцієнт варіації	14,82%	6,49%	6,60%

Так, протягом досліджуваного періоду значення показників не зазнало суттєвих змін (пропорції залишаються практично постійними) як в періоди загострення кризових явищ, так і в періоді відносної стабілізації. При цьому найбільш вагомими виступають чинники валютизації кредитів та депозитів

Розглянемо вказаний канал за допомогою факторного аналізу (Додаток Р, табл. Р.7). Коефіцієнт кореляції моделі $R = 84,17\%$. Якщо спробувати назвати перший фактор очікуваннями економічних агентів, то його силу має формувати швидкість обертання грошей $M1$ і $M2$ (що є позитивним фактором), обмінний курс і безготівковий курс та зростання ВВП. Другий фактор формує зростання індексу очікування підприємств і зменшення частки валютних кредитів і депозитів у кредитних портфелях. Третій фактор – валютно-курсова політика має 12.75% впливу на канал очікувань, що є суттєвим моментом та ще раз підтверджує важливість

управління валютним курсом в сучасних умовах.

Таким чином, за допомогою математичного моделювання ми виявили, що із всіх розглянутих каналів трансмісійного механізму найвищий вплив на фінансово-економічну ситуацію в країні й, у тому числі, на відновлення її макроекономічної стабільності мають процентний, кредитний та валютний канали. Канал очікувань є не таким дієвим у порівнянні із іншими. Разом з тим, НБУ найвищий вплив має на обсяг грошової бази, проте в силу своєї специфічної природи, вона несуттєво впливає на фінансово-економічну сферу держави, що підтверджує відірваність реального сектору від грошово-кредитної системи країни. В свою чергу, така ситуація свідчить про недостатні можливості впливу НБУ на розвиток пріоритетних галузей економіки. Значну роль у вказаному процесі відіграє депозитна політика регулятора, яка спричиняє відсутність стимулів вітчизняних банків до інвестування вільних ресурсів в реальну економіку. Можна вести мову і про недостатній вплив облікової ставки на процентну політику банківських установ, зокрема й в частині ціни за кредити, надані в економіку [113].

З метою кращого аналізу дієвості грошово-кредитної політики НБУ, розглянемо детальніше взаємовплив базових показників трансмісійного механізму (табл. 3.7).

Таблиця 3.7

**Факторний аналіз інструментів грошово-кредитної політики НБУ
за 2009-2018 рр.**

Показники	Фактор ефективності процентної політик	Фактор ефективності валютної політики	Фактор ефективності політики рефінансування
Операції з цінними паперами на відкритому ринку, млн. грн.	0,2418	0,5608	0,1244
Депозитні операції, млн.грн.	0,5153	0,6645	0,1926
Нормативи обов'язкового резервування (нац. валюта), %	0,1461	0,6087	0,6798
Нормативи обов'язкового резервування (ін. валюта), %	-0,5511	0,3017	0,6568
Офіційний обмінний курс, грн/100 дол.	0,7859	0,4718	-0,1762
Облікова ставка, %	0,9408	0,0967	-0,0532
Операції з рефінансування комерційних банків, млн.грн.	-0,1147	-0,0814	0,9388
Середньозважена процентна ставка за активними операціями НБУ, %	0,9223	0,0585	-0,0615
Середньозважена процентна ставка за пасивними операціями НБУ, %	0,9701	0,00389	-0,0686
Сальдо валютних інтервенцій	0,0618	-0,8642	-0,0055
Дисперсія	3,9605	2,2065	1,869
частка дисперсії	0,3961	0,2207	0,1869

Так, заходи грошово-кредитної політики, а саме, в основному, зміна облікової ставки повинна призводити до зміни інших процентних ставок, що має відобразитись на заощадженнях, кредитуванні та інвестиціях (які впливають на розвиток реального сектору), експортно-імпортних операціях, зарплаті та споживчих цінах та в кінцевому випадку на ВВП та рівні інфляції в країні.

Коефіцієнт кореляції моделі становить 80,37%, що виражає високий результат. Так, перший фактор формується під дією обмінного курсу, облікової ставки, середньозважених ставок за активними та пасивними операціями, та складає 39,61% від загальної дії факторів, Другий фактор формується під впливом валютних інтервенцій (22% дії), а третій – операцій із рефінансування (18% дії).

Власне визначені вище показники мали б здійснювати вплив на фінансовий сектор країни та відобразитись на таких його показниках (табл. 3.8).

Таблиця 3.8

Факторний аналіз інструментів фінансового ринку за 2009-2018 рр.

Показники	Фактор ефективності грошово-кредитної політики	Фактор ефективності процентної політики комерційних банків
Процентні ставки за кредитами	-0,4007	-0,8181
Процентні ставки за депозитами	-0,4281	-0,7226
Процентні ставки на міжбанківському депозитному ринку	-0,3282	-0,5447
Процентні ставки на міжбанківському кредитному ринку	-0,8879	-0,1610
Доходність цінних паперів	-0,4259	-0,3917
офіційний обмінний курс, грн/100 дол.	-0,8327	0,3819
Кредити надані банками України	-0,8588	0,4232
Депозити залучені банками України	-0,7668	0,5794
Дисперсія	3,4402	2,3283
частка дисперсії	0,4300	0,2910

Коефіцієнт кореляції моделі становить $R = 72,11\%$, що є високим рівнем. Так, як видно із даних моделі, перший фактор, який становить 43% дії, формують такі чинники як процентні ставки на міжбанківському кредитному ринку, офіційний обмінний курс гривні, обсяги кредитів та депозитів банківських установ. Другий фактор формують процентні ставки за кредитами та депозитами.

Розглянемо в математичному аспекті дію окремих інструментів грошово-кредитної політики НБУ. Результати дослідження згрупуємо табл. К.8 Додатку К.

Досить важливим показником, який відображає можливості банківської системи щодо фінансової підтримки реального сектору економіки виступає обсяг інвестицій в основний капітал підприємств. Тому продемонструємо економіко-математичну модель залежності обсягів інвестицій в основний капітал від обсягів кредитів:

$$Olok = 0,006 \cdot x^{1,1693}, R^2 = 0,3611 \quad (3.16)$$

Як бачимо із моделі, трансмісійність досить слабка (36,11%), що свідчить про невисокі можливості банківського сектору фінансово підтримати реальний сектор, який потребує додаткових заходів держави та НБУ з метою активізації такої підтримки. Так, збільшення кредитів на 10% збільшувало вкладення в основний капітал на 11,79% лише в 14 кварталах з 37-и проаналізованих.

Як було зазначено в попередніх підрозділах, на сьогодні базовою ціллю центрального банку України виступає зниження показника інфляції. Відтак, всі наявні інструменти він спрямовує саме на виконання вказаного завдання. Тому доцільно здійснити оцінку ефективності та дієвості обраної НБУ цільової спрямованості грошово-кредитного регулювання з позиції можливості управління рівнем інфляції. За допомогою економіко-математичного моделювання спробуємо виявити, через які канали НБУ може здійснювати вплив на рівень інфляції. Для цього доцільно проаналізувати залежність інфляційної складової від доступних для НБУ інструментів грошово-кредитної політики та пов'язаних з ними макроекономічних показників.

Проаналізуємо факторну модель формування рівня інфляції від інструментів грошово-кредитної політики (3.9).

Таблиця 3.9

Факторна модель формування рівня інфляції від інструментів грошово-кредитної політики за 2009-2018 рр.

Показник/Фактор	F1	F2	F3
Інфляція	0,065942	0,258195	0,878473
Облікова ставка	0,450747	-0,408118	0,674349
Офіційний обмінний курс, грн/100 дол.	0,865714	-0,339303	0,273464
Операції з рефінансування комерційних банків, млн.грн.	0,018403	0,950291	0,107729
Грошова база	0,970616	0,052994	0,158428
ВВП	0,941666	-0,128400	-0,072703
Кредити надані банками України	0,829900	0,063462	0,497168
Депозити залучені банками України	0,968517	0,097730	0,151261
Показник впливу	0,551614	0,160535	0,201661

Так, коефіцієнт кореляції моделі становить 0,9138. Третій фактор включає лише інфляцію і пояснює 20,16 % загальної дисперсії, другий фактор включає лише операції з рефінансування комерційних банків та становить 16% дисперсії, перший фактор містить всі інші показники, що складають 55% дисперсії.

На основі розглянутих залежностей, можна зробити висновок: ставки грошового ринку, норми резервування і грошова маса істотно впливають на рівень інфляції в нашій країні не мають. Таким чином, можна стверджувати, що інфляція в Україні має специфічну природу, зумовлену переважно немонетарними складовими. Відповідно, якщо працюють немонетарні фактори, то НБУ не може надавати прямого впливу на них через свої інструменти грошово-кредитної політики.

Проте, в розпорядженні регулятора є інші важелі впливу на економіку країни, що не мають прямого відношення до монетарних механізмів стримування інфляції.

Власне, якщо розглядати прикладну макроекономічну позицію, то базовим показником реального розвитку будь-якої держави є економічний ріст. Як засвідчили вищезазначені залежності, в Україні практично відсутній монетарний характер інфляційних процесів, а відтак, основна проблема її високого рівня лежить в сфері структурних проблем національної економіки, які повинні вирішуватися не лише НБУ.

Тому, доцільно здійснити аналіз впливу окремих показників грошово-кредитної політики на рівень ВВП. Спершу проаналізуємо економіко-математичну модель впливу обсягів кредитів, наданих банками України, x на обсяги ВВП, y .

$$y = 0,269 \cdot 10^{-6} \cdot x^{2,0477}, R = 0,7760 \quad (3.20)$$

Так, згідно моделі, збільшення обсягів кредитів на 10 % призводить до зростання ВВП на 2,1 %, що підтверджує необхідність посилення ролі НБУ та держави в покращенні умов та сприянні підвищення кредитної активності вітчизняних банків. В Україні за аналізований період середньоквартальний темп росту ВВП становив всього 3,67 %, що в сучасних умовах необхідності відновлення макроекономічної стабільності є досить низьким показником, а відтак, з метою покращення ситуації обсяги кредитів необхідно збільшувати.

Здійснимо аналіз показника, який свідчить про фінансову глибину економіки – відношення обсягу кредитів до ВВП (рис. 3.8).

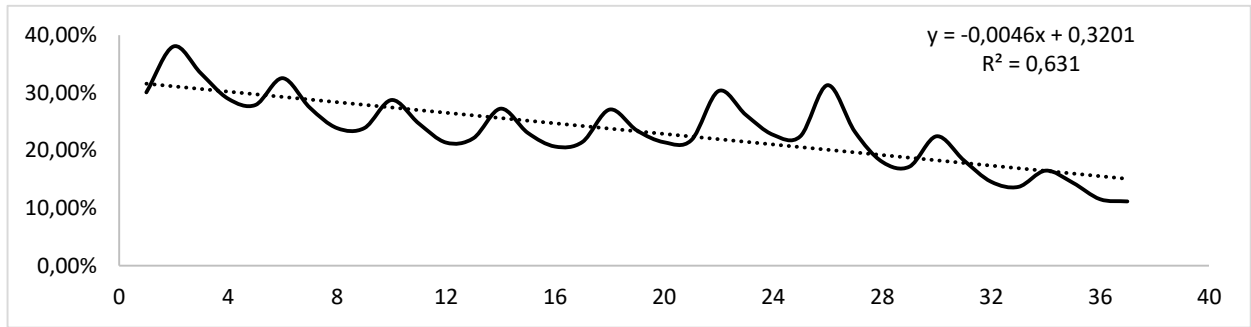


Рис. 3.8. Динаміка показника обсягу кредитів до ВВП в кварталному вимірі за 2009-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

Отже, як видно із рис. 3.8, присутня спадна динаміка вказаного показника - середньорічне зменшення складає 1,84 %, що є дуже негативною ознакою в контексті відновлення макроекономічної стабільності в країні. Також слід відмітити, що кореляційний вплив між обсягами кредитів поточного та попереднього року є найбільший. Це свідчить про те, що кредитні ресурси повертаються до банку приблизно за рік. Очевидно, що це короткотермінові кредити. Ріст ВВП має бути зумовлений розвитком виробництва, тобто підтримкою великого індустріального виробництва. Це, в свою чергу, потребує часу. Тут довготермінові кредити відіграють роль інвестицій, які повертаються протягом певного періоду (декілька років) (рис. 3.9) (по осі X - період (рік), по осі Y - коефіцієнт кореляції між ВВП та кредитами).

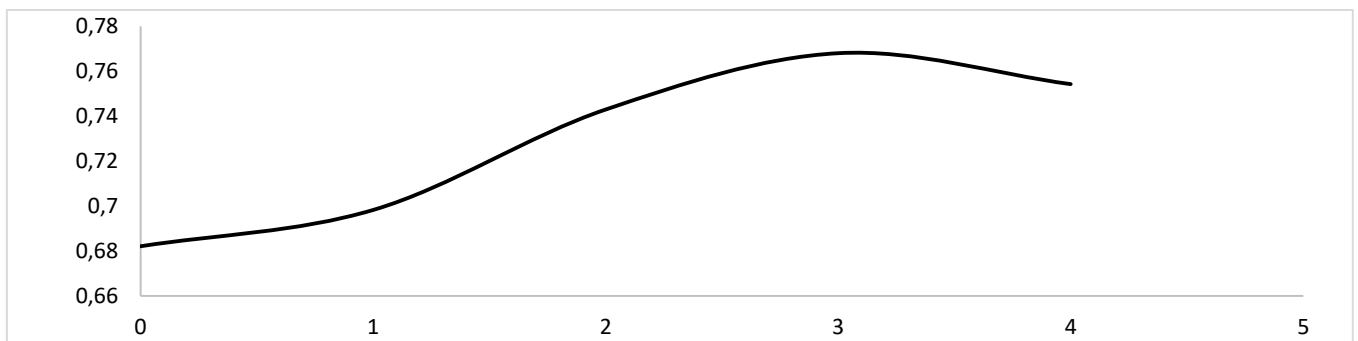


Рис. 3.9. Корелограма показників кореляції ВВП та кредитів*

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

Як бачимо на корелограмі, на зростання ВВП мають найбільший вплив кредити, надані на 4 роки.

Сформуємо матрицю кореляційних впливів обмінного курсу операцій з рефінансування та ВВП (табл. 3.10).

Таблиця 3.10

Матриця кореляційної взаємозалежності обмінного курсу, операцій з рефінансування та ВВП за 2009-2018 рр.*

Показники	ВВП	Операції з рефінансування комерційних банків, млн.грн.	Офіційний обмінний курс, грн/100 дол.
ВВП, у	1		
Операції з рефінансування комерційних банків, млн.грн., x ₁	-0,1191	1	
Офіційний обмінний курс, грн/100 дол., x ₂	0,8635	-0,2554	1

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

Як можемо побачити із матриці, найбільший кореляційний зв'язок присутній між обмінним курсом гривні та ВВП – 0,8635, при цьому операції з рефінансування комерційних банків мають дуже слабкий обернений вплив на рівень ВВП, тобто їх збільшення знижує ріст ВВП, що може свідчити про нецільове використання таких кредитів та валютні спекуляції банків.

Економіко-математична модель формування обсягів ВВП, у від операцій з рефінансування комерційних банків, млн. грн, x₁ та офіційного обмінного курсу, грн/100 дол, x₂ продемонстровані в наступній формулі:

$$y = 127845,6 + 1932,889x_1 + 196,5694x_2, R^2 = 0,7567 \quad (3.20)$$

Обидва чинники мають позитивний вплив на результуючий. Коефіцієнт детермінації для оцінки трансмісійності становить 75,67%. Так, збільшення обсягів операцій з рефінансування позитивно впливає на зростання обсягу ВВП. Проте, оскільки факторні ознаки мають різні одиниці вимірювання, для порівняння ефектів їх впливу в рамках моделі використаємо стандартизовані коефіцієнти регресії (бета-коефіцієнти). Економіко-математична модель з бета коефіцієнтами наступна:

$$y = 0,1084x_1 + 0,8912x_2, R^2 = 0,7567 \quad (3.21)$$

Бета-коефіцієнти показують, на скільки середньоквадратичних відхилень зміниться результативна ознака при зміні відповідного фактора на одне значення середньоквадратичного відхилення (при постійності інших факторів, включених до рівняння регресії). По суті бета-коефіцієнти характеризують фактори, у розвитку яких приховуються найбільші резерви поліпшення результативної ознаки. Дельта коефіцієнти є такими:

$$\Delta_{x_1} = 17,3\%, \Delta_{x_2} = 82,7\%$$

Так, сила впливу курсу набагато більша – 82,7%, кредитів ж рефінансування всього 17,3%. Продемонструємо модель залежності ВВП, у від валютного курсу, x_1 та грошової бази, x_2 :

$$Y = -70324,5 + 101,377x_1 + 1,245x_2, R = 0,8116 \quad (3.22)$$

Згідно вказаної моделі, зростання курсу та грошової бази призводить до зростання ВВП. Оскільки вхідні дані моделі мають різну розмірність, то аналіз моделі проведемо також з допомогою бета та дельта коефіцієнтів. Бета коефіцієнт моделі визначають наступним чином:

$$\beta_{xi} = a_{xi} \cdot \frac{\sigma_{xi}}{\sigma_y} \quad (3.23),$$

де a_{xi} – коефіцієнт регресії i -го фактора, σ_{xi} – середнє квадратичне відхилення i -го фактора, σ_y – середнє квадратичне відхилення залежного фактора. Модель набуває вигляду:

$$y = 0,4596x_1 + 0,4788x_2 \quad (3.24)$$

Бета коефіцієнт показує на скільки зміниться середнє квадратичне відхилення залежної змінної при зміні середнього квадратичного незалежної змінної.

Дельта коефіцієнт показує частку впливу кожного фактора в загальному впливі всіх факторів на залежну змінну і розраховується так:

$$\Delta_{xi} = \beta_{xi} \cdot \frac{r_{xyi}}{R^2} \quad (3.25),$$

де β_{xi} – бета коефіцієнт відповідного фактора; r_{xyi} – частинний коефіцієнт кореляції між залежною змінною та i -тим фактором; R^2 – коефіцієнт детермінації моделі.

Дельта коефіцієнт фактора (курс) становить 49,1%. Дельта коефіцієнт фактора грошова база - 50,9%. Можемо зробити висновок з моделі: вплив курсу долара та грошової бази на обсяг ВВП практично однаковий. Такий стан речей обумовлений високою імпортозалежністю вітчизняної економіки, а відтак, вартість енергоносіїв та інших товарів, які ми купуємо з-за кордону залежать від курсу долара. При цьому, останніми роками спостерігалась тенденція конвертації валютних цінностей в більш стійкі валюти та їх зберігання поза банківською системою.

А також, збільшення грошової маси не зменшує внутрішню відсоткову ставку, а вона відповідно не регулює обмінний курс. Не відбувається зростання чистого експорту, адже присутнє від'ємне сальдо торгівлі. При цьому, згідно статистичних даних, середньорічний темп зростання ВВП склав 103,7% в гривнях, а у доларах всього лише 100,13%, що підтверджує важливість врахування та регулювання обмінно-курсової політики як одного із ключових чинників забезпечення макроекономічної стабільності країни. Відтак, запропонуємо модель визначення та прогнозування величини відсоткової ставки. Візьмемо за основу рівняння Фішера, яке встановлює залежність між номінальною (i) та реальною (r) ставкою відсотка:

$$i = r + I, \quad (3.26),$$

де I – темп інфляції.

Ефект Фішера полягає в тому, що величина ставки відсотка має змінюватися в залежності від зміни темпу інфляції.

Для моделей динаміки економічного росту характерним є те, що залежна змінна не може моментально адаптуватися під зміну результуючої. Ось чому в економіці запропонована гіпотеза помилкового навчання або адаптивного очікування. У таких випадках будують моделі часткового пристосування. Суть гіпотези полягає в тому, що майбутнє значення з деяким множником залежить від теперішнього значення. В майбутньому ми використовуємо теперішній досвід з деяким відхиленням, тобто пристосовуємо його до конкретної ситуації, або, по-іншому, вчимося на помилках.

Модель часткового пристосування враховує наявність впливу на результуючий показник довготермінової залежності:

$$r_t^* = \beta + \alpha I_t + \varepsilon_t \quad (3.27),$$

де r_t^* – рівноважна величина ставки відсотка, що відповідає рівню інфляції I_t , α та β – числові параметри.

З урахуванням цього, маємо:

$$r_t - r_{t-1} = \delta(r_t^* - r_{t-1}) \quad (3.28)$$

Таким чином, принципова різниця моделі часткового налаштування та адаптивного очікування полягає в тому, що змінна змінюється сповільнено в часі. Після перетворень (3.28) отримуємо:

$$r_t = \delta(r_t^* - r_{t-1}) + r_{t-1} = \delta \cdot \beta + \delta \cdot \alpha I_t + (1 - \delta) \cdot r_{t-1} + \delta \varepsilon_t \quad (3.29)$$

На базі статистичних даних за 37 кварталів 2009-2018 рр. побудована наступна регресійна модель залежності ставки відсотка від темпу інфляції (Додаток Р, табл. Р.9).

Числові параметри моделі наступні:

$$\alpha = 0,8756, \quad \beta = -76,3350 \quad (3.30)$$

Модель адекватна до експериментальних даних, тобто виконуються всі статистичні перевірки. Для визначення параметра «приспосування» будемо наступну модель множинної регресії (Додаток Р, табл. Р.10). Модель адекватна до експериментальних даних, тобто виконуються всі статистичні перевірки. Значення параметра $\delta = 0,823$.

Обрахуємо значення коефіцієнтів моделі адаптивних очікувань:

$$\begin{aligned} \delta \cdot \beta &= 0,823 \cdot (-76,3350) = -62,8232, \quad \delta \cdot \alpha = 0,823 \cdot 0,8756 = 0,7206, \\ (1 - \delta) &= 1 - 0,823 = 0,1770 \end{aligned} \quad (3.31)$$

$$\alpha = 0,8756, \quad \beta = -76,3350 \quad (3.32)$$

Модель адаптивних очікувань має наступний вигляд:

$$r_t = -62,823 + 0,7206 \cdot I_t + 0,1770 \cdot r_{t-1} \quad (3.33)$$

На основі даної моделі можна визначити очікувану величину ставки відсотка із врахуванням інфляційної складової. Так, збільшення (зменшення рівня інфляції на 1% при фіксованому значенні реальної ставки попереднього періоду призводить до збільшення (зменшення) номінальної ставки відсотка на 0,7206%. Внесок величини реальної ставки попереднього періоду є незначним. Отже, при формуванні величини відсотка, банківський сектор опирається на зміну темпу інфляції.

Звісно, вказану модель комерційні банки можуть використовувати при формуванні власної процентної політики, а саме при прогнозуванні рівня процентної ставки як за кредитами, так і за депозитами для визначення достатнього рівня доходу.

З метою покращення математичної значимості роботи та прослідкування відповідних зв'язків грошово-кредитної політики НБУ із макропоказниками країни, проаналізуємо основні фінансові та макропоказники в програмі Statistika. Слід зазначити, що вказані статистичні показники, що характеризують вплив валютного

курсу за 1994-2017 рр., програма Statistika розбила на 2 кластери: I кластер - 1994-2007 рр. та II – 2008-2017 рр., що є досить вагомим показником подальшого аналітичного дослідження (табл. 3.11).

Таблиця 3.11

Матриця кореляційної взаємозалежності курсу на основні макроекономічних показників за 1996-2007 рр.*

Показники	Курс	Ех	Ім	ТБ	Індекс інфл	ВВП	Кредити	Зобов'яз
Курс	1							
Ех	0,469603	1						
Ім	0,339705	0,977103	1					
ТБ	0,175843	-0,58912	-0,74755	1				
Індекс інфл	-0,52531	-0,21868	-0,12933	-0,19149	1			
ВВП	0,531384	0,981102	0,97235	-0,63006	-0,28425	1		
Кредити	0,379024	0,939537	0,979032	-0,78519	-0,13393	0,9647097	1	
Зобов'язання	0,446794	0,974859	0,989312	-0,71397	-0,19396	0,9915942	0,9851628	1

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

Отже, дані матриці свідчать, що до 2007 р. курс регулював позитивно із середньою щільністю практично всі показники, а саме: експорт (0,4696), імпорт (0,3397), ВВП (0,5313), кредити (0,3790) та зобов'язання (0,4467) банків, а на інфляцію мав обернений вплив (-0,5313).

Визначимо, як змінилась ситуація із 2008 р. (табл. 3.12).

Таблиця 3.12

Матриця кореляційної взаємозалежності курсу на основні макроекономічні показники за 2008-2017 рр.*

Показники	Курс	Ех	Ім	ТБ	Індекс інфляції	ВВП	Кредити	Зобов'язання
Курс	1							
Ех	-0,73553	1						
Ім	-0,76052	0,982696	1					
ТБ	0,734026	-0,85383	-0,93548	1				
Індекс інфл	0,487777	-0,50992	-0,56797	0,62333	1			
ВВП	0,933798	-0,48846	-0,53996	0,585556	0,293385	1		
Кредити	0,879109	-0,45572	-0,53532	0,63497	0,420041	0,957298	1	
Зобов'язання	0,85682	-0,42529	-0,47121	0,512836	0,130131	0,964222	0,907545	1

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

На основі кореляційної матриці можемо підсумувати, що з 2008 р. ситуація кардинально міняється – курс негативно впливає на експорт (-) 0,7355, імпорт (-) 0,7605 та позитивно на торговий баланс - 0,7340, ВВП – 0,9337, кредити – 0,8791, депозити – 0,8568, інфляція – 0,4877, тобто підвищення курсу почало провокувати інфляційні процеси. Проаналізуємо факторну модель курсу та основних

макроекономічних показників (3.13)

Таблиця 3.13

**Факторна модель курсу та основних макроекономічних показників
за 1996-2016 рр.***

Показники/період	1996- 2007 рр		2008-2016 рр.	
	F1	F2	F1	F2
курс	-0,4594	0,7769	-0,9640	-0,1566
Ех	-0,9735	0,0495	0,8147	-0,4614
Ім	-0,9873	-0,1185	0,8647	-0,4436
ТБ	0,7104	0,6047	-0,8759	0,3665
Індекс інфл	0,2268	-0,8042	-0,5732	0,5026
ВВП	-0,9929	0,0944	-0,8781	-0,4704
Кредити	-0,9868	-0,1130	-0,8757	-0,3992
Зобов'яз	-0,9984	-0,0233	-0,8091	-0,5624
Показник впливу	5,6462	1,6548	5,6289	1,5182
Показник впливу %	0,7058	0,2068	0,7036	0,1898
R=	0,9126		0,7036	

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

Як можемо побачити із факторної моделі, до 2007 р. перший фактор формувався під оберненим впливом експорту, імпорту, ВВП, кредитів та зобов'язань (70% дії) та прямим впливом торгового балансу, а інший - під прямим впливом курсу та оберненим індексу інфляції (20% впливу). З 2008 р. перший фактор формувався під оберненим впливом курсу, ВВП, торгового балансу, кредитів та зобов'язань та під прямим впливом експорту, імпорту (70%), а другий – лише під прямим впливом інфляції (19%).

Проаналізуємо вплив облікової ставки та операцій з цінними паперами на макроекономічні показники країни (табл. 3.14).

Таблиця 3.14

**Матриця кореляційної взаємозалежності облікової ставки на основні
макроекономічні показники за 1996-2007 рр.***

Показники	Облікова ставка	Операції з цінними паперами	Експорт	ВВП	Індекс інфляції %	Безробіття, тис. осіб	Кредити надані, млн. грн	Грошова база, млн. грн.	М2, млн. грн
Облікова ставка	1								
операції з цінними паперами	-0,16167	1							
експорт	-0,19778	0,889328	1						
ВВП	-0,2231	0,925348	0,979275	1					
Індекс інфляції %	0,273863	-0,12288	-0,21868	-0,26783	1				
Безробіття, тис. осіб	0,182679	-0,71909	-0,87808	-0,82797	0,171212	1			
Кредити надані млн.грн	-0,23994	0,974393	0,939537	0,96559	-0,13393	-0,77651	1		
Грошова база, млн. грн.	-0,21505	0,921272	0,979481	0,99887	-0,26248	-0,83176	0,962242	1	
М2, млн.грн.	-0,22031	0,952092	0,971282	0,99461	-0,20931	-0,80995	0,98626	0,99367	1

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

Аналіз операцій з цінними паперами дозволив визначити, що до 2008 р. вони, на відміну від облікової ставки, мали значний вплив на експорт (0,8893), рівень ВВП (0,9253), грошову масу (М2) (0,9520), грошову базу (0,9212) та кредитні вкладення (0,9743). З 2008 р. такий вплив став слабшим – експорт (0,5566), рівень ВВП (-0,0130) (!), грошова маса (М2) (0,2500), грошова база (0,1835) та кредитні вкладення (0,1046) (Додаток Р, табл. Р11).

І якщо до 2008 р. зв'язок операцій з цінними паперами з інфляцією був негативно слабким (-0,1228), то з 2008 р. зв'язок збільшився - (-0,3912).

Така ситуація засвідчує про суттєве зниження ролі та ефективності вказаного інструменту грошово-кредитної політики з початком кризових явищ в країні та нецільове спрямування операцій з цінними паперами.

Проаналізуємо факторну модель показників облікової ставки та макроекономічних показників (табл. 3.15).

Таблиця 3.15

Факторна модель формування показників облікової ставки та макроекономічних показників країни за 1996-2016 рр.*

Показники\період	1996-2008		2008-2016	
	F1	F2	F1	F2
Облікова ставка	0,259414	-0,740406	-0,813016	0,471482
операції з цінними аперами	-0,940605	-0,139103	0,117106	-0,850607
експорт	-0,981487	-0,051510	0,657484	-0,541521
ВВП	-0,993229	-0,008063	-0,920921	-0,271566
Індекс інфляції %	0,251148	-0,770790	-0,611198	0,589710
Безробіття, тис. осіб	0,859726	0,049341	-0,016160	0,162553
Кредитні вкладення банків в економіку, млн.грн	-0,976390	-0,088503	-0,932399	-0,298921
Грошова база, млн. грн.	-0,992021	-0,016025	-0,943245	-0,298504
Грошова маса М2, млн.грн.	-0,993439	-0,051857	-0,886443	-0,441838
Показник впливу	6,628421	1,177599	4,873775	2,060681
Показник впливу, %	0,736491	0,130844	0,541531	0,228965
R=		0,867336		0,770495

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

Підсумуємо, що до 2007 р. перший фактор формувався під оберненою дією операцій з цінними переорами, експортом, ВВП, кредитами та грошовою базою, та прямою – безробіття (73,6% дії), другий фактор – під оберненою дією облікової ставки та інфляції. З 2008 р. ситуація міняється – перший фактор формується під оберненою дією облікової ставки, ВВП, кредитів та грошової бази (54%), а другий фактор – під оберненою дією лише операцій з цінними паперами (22,8%).

Визначимо по аналогії вплив процентної політики НБУ на процентну політику

банків в розрізі кластерів (Додаток Р, табл. Р12).

Так, згідно з матрицею, до 2007 р. облікова ставка регулювала середньозважену процентну ставку за всіма інструментами (0,8400), процентні ставки за кредитами та депозитами у національній валюті (0,9422 та 0,9555 відповідно) та середньої щільності був зв'язок із інфляцією – 0,6344. А от політика дорогих грошей НБУ спричиняла негативний вплив на ВВП країни. Розглянемо ситуацію із 2008 року (Додаток Р, табл. Р13). Аналіз кореляційної матриці дозволив визначити, що з 2008 р. облікова ставка регулювала середньозважену процентну ставку за всіма інструментами (0,9382) і цей зв'язок став щільнішим, процентні ставки за кредитами та депозитами у національній валюті (0,7124 та 0,3402 відповідно) – тут бачимо перекис – якщо процент за кредит ще більш-менш визначався рівнем облікової ставки, до депозитів – практично ні, але спостерігалась висока щільність зв'язку із інфляцією – 0,9431. При цьому, політика дорогих грошей НБУ почала спричиняти позитивний вплив на ВВП країни, хоча щільність цього зв'язку є середньою.

Проаналізуємо факторну модель процентної політики НБУ та банківських установ (табл. 3.16).

Таблиця 3.16

Факторна модель процентної політик НБУ та банківських установ*

Показники\Період	2008-2016	1993-2007 р.р.
	F1	F1
Облікова ставка НБУ,% (на кінець періоду)	-0,908610	0,874627
Середньозважена процентна ставка за всіма інструментами,%	-0,847206	0,868668
Процентні ставки банків,%(за кредитами у нац. валюті)	-0,824149	0,943324
Процентні ставки банків,%(за депозитами у нац. валюті)	-0,617647	0,892305
Сума кредитів, наданих в економіку, млн.грн.	-0,816769	-0,708149
Зобов'язання банків за коштами, залученими на рахунки суб'єктів господарювання та фізичних осіб, млн. грн.	-0,683544	-0,748338
Обсяг ВВП млн.. грн..	-0,797618	-0,851318
Темпи інфляції, %	-0,659244	0,608768
Показники впливу	4,809182	5,362449
Показники впливу %	0,601148	0,670306

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

Як бачимо з табл. 3.24, як в першому, так і в другому кластері вирішальним був лише один фактор, який до 2007 р. формувався під впливом всіх аналізованих показників крім темпу інфляції та ВВП (67% дії), а в другому – крім темпу інфляції,

депозитів та процентних ставок за ними (60% дії). При чому практично по всіх параметрах – дія показників в кластерах протилежна.

Отже, проведений нами математичний аналіз трансмісійного механізму, інструментів грошово-кредитної політики, їх впливу на макроекономічні показники держави, дозволив дійти висновків, що практично на всі фінансово-економічні процеси держави вагомий вплив має валютно-курсова політика, ігнорування якої може призвести до значних негативних наслідків та суттєво порушити макроекономічну стабільність країни. Відтак, безумовною передумовою подальшого економічного відновлення України виступає, поряд із іншими заходами, раціональне управління валютним курсом, яке має зберегтись до часу досягнення відносної стабілізації в державі.

3.3. Перспективи модернізації грошово-кредитної політики Національного банку України в умовах фінансової дестабілізації та посткризового економічного розвитку

Перманентні економічні та політичні кризи в Україні зумовлюють появу широких дискусій на предмет реформування економіки, державного управління, монетарної політики, банківської системи та інших напрямків життєдіяльності країни, що часто призводить до розробки рекомендацій щодо запозичення світового досвіду в тій чи іншій сфері.

Дійсно, світова економічна наука та апробовані практичні підходи до ведення монетарної політики можуть слугувати дорожньою картою реформування грошово-кредитної сфери в Україні, однак 27 років вивчення і запозичення світового досвіду не принесли вагомих результатів в царині забезпечення дієвості інструментів грошово-кредитної політики, механізму монетарної трансмісії, вибору монетарних режимів та й в цілому ефективної організації банківської справи.

Поясненням цьому можуть бути щонайменше дві причини: 1) сліпе копіювання світового досвіду без реальної оцінки не тільки можливостей його адаптації до вітчизняних реалій, а й без прорахунку певних сценаріїв розвитку вітчизняної

економіки після такого впровадження; 2) відсутність політичної волі щодо завершення адаптації чи імплементації світового досвіду, адже, як показує практика, адаптацію багатьох слухних прикладів було не завершено.

Не є винятком й останнє масштабне впровадження світового досвіду в систему грошово-кредитного регулювання, яке передбачало зміну монетарного режиму з метою досягнення цінової та фінансової стабільності. Як відомо, результатом такого підходу стали найбільші за історію незалежності збитки банківської системи, виведення з ринку 100 банків, трикратна девальвація національної валюти, а в кінцевому підсумку – зниження ВВП з 180 до 90 млрд. дол. США.

За таких умов основними завданнями грошово-кредитної політики Національного банку України на короткострокову та середньострокову перспективу, на наш погляд, мають бути наступні:

1. Оптимізація монетарного режиму. Як показує практика реалізації інфляційного таргетування в Україні наявний монетарний режим не сприяє встановленню цінової і фінансової стабільності, а є режимом, що гальмує економічний розвиток внаслідок неефективного перерозподілу банківських ресурсів в економіці, лєвова частка яких зберігається на депозитних сертифікатах в НБУ. Тому Національному банку України варто було б підвищити гнучкість грошово-кредитної політики шляхом запровадження еkleктичного монетарного режиму.

2. Підвищення дієвості інструментів грошово-кредитної політики. Виходячи з економіко-математичного моделювання трансмісійного механізму грошово-кредитної політики проведеного в підрозділі 3.2, можна зробити висновок про те, що основні інструменти грошово-кредитної політики Національного банку України мають низьку дієвість в контексті регулювання інфляції, обсягів кредитування та економічного зростання. Така ситуація, перш за все, пов'язана з немонетарними чинниками і неправильним вибором монетарного режиму, адже жодного разу цільового показника по інфляції не було досягнуто. Окрім цього, варто зауважити, що за результатами економіко-математичного аналізу дієвості інструментів грошово-кредитної політики НБУ основою цінової стабільності і економічного зростання впродовж 2008-2017 років є валютна стабільність. Аналіз показав і те, що швидкість повернення

банківських кредитів становить менше року, а це свідчить про відсутність довгострокових програм кредитування, що демонструє неефективність політики рефінансування НБУ. Таким чином, Національному банку потрібно повністю переглянути існуючу концепцію грошово-кредитної політики.

3. Подолання фінансової нестабільності є також одним із основних завдань грошово-кредитної політики, адже нестабільне функціонування банківського сектору не сприяє економічному зростанню, а цінова і валютна нестабільність доповнюють замкнуте коло проблем монетарної сфери в Україні, які потребують негайного вирішення.

4. Підтримання сталого економічного зростання є узагальнюючим завданням грошово-кредитної політики та вимагає швидкого виконання всіх згаданих вище завдань, адже без удосконалення процентної політики, надання довгострокових кредитів рефінансування, забезпечення цінової і валютної стабільності неможливо активізувати ділову активність та збільшити рівень виробництва й зайнятості населення.

Зосередимо свою увагу на формулюванні пропозицій щодо виконання окреслених вище завдань грошово-кредитної політики Національного банку України (рис. 3.10).

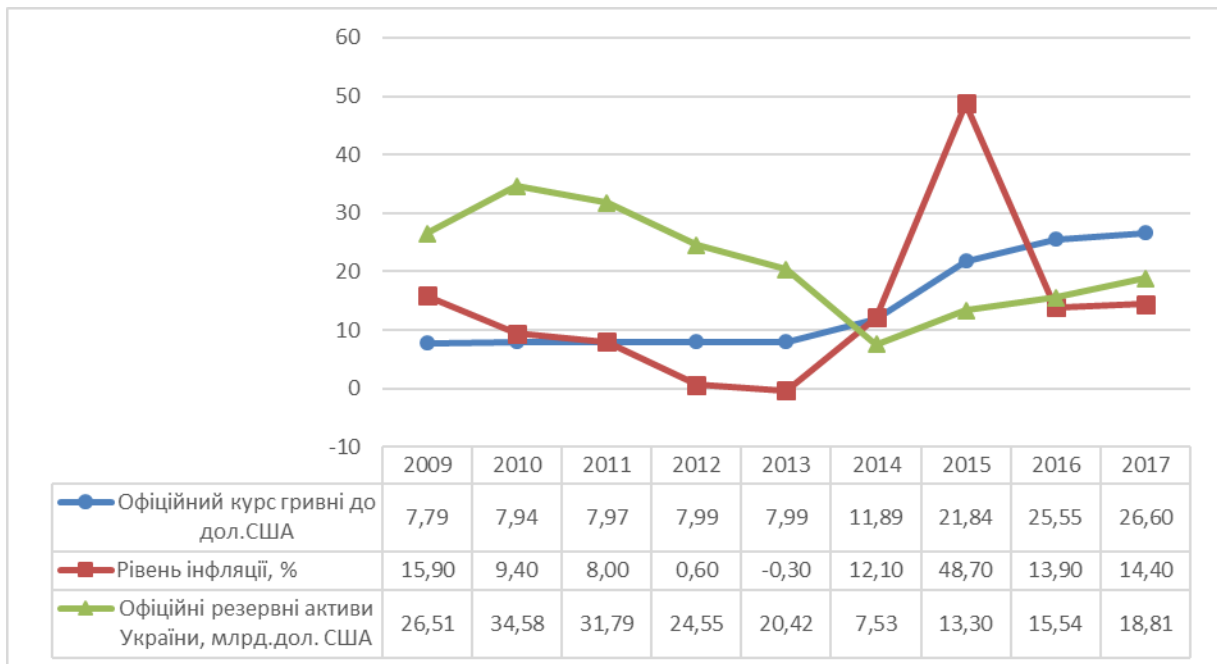


Рис. 3.10. Динаміка деяких показників валютного ринку та інфляції в Україні у 2009-2017 роках*

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

Отже, що ж стосується монетарного режиму, то, безумовно, монетарний режим, який існував в Україні до середини 2014 р. і полягав у жорсткому таргетуванні валютного курсу (режим фіксованого валютного курсу) потребував корекції, адже тривала підтримка валютного курсу впродовж 2009-2013 рр. на одному рівні хоча й забезпечувала цінову і фінансову стабільність в країні, однак накопичувала певні структурні дисбаланси в економіці та призводила до швидкого зниження обсягів офіційних резервних активів. Як бачимо з рис. 3.10, у вітчизняній економіці спостерігалися такі тенденції, що поява кризи була лише питанням часу, а Революція Гідності стала лише одним із основних факторів її прискорення.

Зважаючи на негативні тенденції в економіці, банківській системі та валютному ринку у якості антикризового заходу, Національним банком України було реалізовано зміну монетарного режиму із таргетування валютного курсу на таргетування інфляції. Аналізуючи інформаційні матеріали НБУ, причинами таких змін стала необхідність зниження інфляції, яка виникла внаслідок впливу економічної кризи. Хоча, на наш погляд, в умовах масштабної паніки на фінансових ринках та негативного шоку для національної економіки, спричинених анексією Криму, війною на Донбасі та революційною зміною влади метою повної зміни або корекції монетарного режиму повинно було б стати формування зрозумілих для економічних агентів якорів монетарної політики та передбачуваного впливу монетарної трансмісії на економічний розвиток. Тобто, основою монетарного режиму в умовах паніки повинні стати комунікаційні сигнали та чітко окреслені маяки монетарних індикаторів з метою створення позитивних ділових очікувань. Натомість, Національний банк, в ході реалізації заходів щодо зміни монетарного режиму припустився, на наш погляд, фатальної помилки, оголосивши у 2014 р. про миттєвий перехід до режиму плаваючого валютного курсу, що лише посилило паніку та спекулятивні операції на валютному ринку, які негативним чином відобразилася як на ціновій стабільності, так і на стабільності вітчизняної банківської системи.

Проте, в публікаціях НБУ стверджується, що де-факто до застосування режиму інфляційного таргетування Національний банк перейшов на початку 2016 р. До цього тривала підготовча робота зі створення всіх критично необхідних передумов для його

запровадження. На першому етапі (до 2015 р.) були створені технічні передумови, зокрема побудовано макроекономічні моделі, розроблено квартальний прогнозний цикл. На другому етапі (у першій половині 2015 р.) були створені інституційні передумови, у тому числі забезпечена незалежність Національного банку у використанні інструментів для досягнення своєї цілі, усунене фіскальне домінування, змінений процес прийняття рішень з монетарної політики. З другої половини 2015 р. тривав третій етап – впровадження всіх ключових елементів інфляційного таргетування [60]. Окрім цього, наприклад, у Дорожній карті Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування з метою підтвердження безпомилковості рішень НБУ наведено досвід розвинутих країн світу та країн, що розвиваються, які внаслідок впровадження режиму інфляційного таргетування досягнули вагомих результатів в процесі зниження темпів інфляції, розвитку технічної інфраструктури центральних банків, покращення показників фінансової системи, підвищення інституційної незалежності центрального банку та досягнення стабільних темпів розвитку національних економік.

Так, акцентування уваги лише на монетарній складовій інфляційного таргетування та на дезінфляційних тенденціях внаслідок дії монетарного трансмісійного механізму, на наш погляд, може призвести до викривлення висновків про архіважливість певного монетарного режиму для національної економіки, що, вочевидь, мало місце в Україні. Обґрунтовуючи необхідність запровадження монетарного режиму інфляційного таргетування, на наш погляд, Національним банком України було знехтувано аналізом макроекономічних та правових умов розвитку економік тих країн, які впровадили інфляційне таргетування, а також тих, досвідом яких він керувався. Окрім цього, певні прорахунки були допущені під час вивчення і розуміння національних особливостей економіки України, що, в кінцевому підсумку, мало вплив на ефективність монетарної політики в цілому.

Враховуючи структуру економіки та зовнішньої торгівлі України, макроекономічні дисбаланси, а також низьку ефективність правової системи, Національний банк не зможе забезпечити стабільність цін, опираючись виключно на елементи інфляційного таргетування. Зважаючи на те, що Україна володіє малою,

сировинною і відкритою економікою, першочерговим завданням НБУ повинно стати оптимізація і модифікація режиму інфляційного таргетування в еклектичний монетарний режим, який передбачатиме поєднання декількох таргетів та різних, відомих в новітній історії, інструментів монетарної політики. Так, враховуючи низьку ділову активність, повільне економічне зростання і високий рівень доларизації економіки, на нашу думку, в межах еклектичного монетарного режиму, окрім інфляційної цілі, необхідно впровадити ціль щодо валютного курсу, номінального ВВП та ліквідності банківської системи, на зразок досвіду Нової Зеландії, Туреччини, Норвегії, Австралії тощо.

Разом з тим, управління валютним курсом не повинно ґрунтуватися на жорсткій прив'язці курсу гривні до певної іноземної валюти (як правило до долара США), а передбачати гнучкий механізм з використанням як валютних інтервенцій, так і операцій в іноземній валюті на умовах своп, депозитах і кредитах НБУ в іноземній валюті.

Для формулювання ефективного трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, а також чітких сигналів для суб'єктів економіки необхідно запровадити правило монетарної політики, яке б передбачало створення цільових орієнтирів не тільки з інфляції, а й з валютного курсу і процентної ставки (див. рис. 3.11).

Використовуючи виробничу функцію Кобба-Дугласа та можливості Microsoft Excel, розрахуємо вплив зміни середньозваженої ставки рефінансування та валютного курсу на динаміку індексу споживчих цін, виходячи із аналізу даних Національного банку України за 2012-2018 роки. Як бачимо з рис. 3.11, при зміні середньозваженої ставки рефінансування на 2% інфляція змінюється на 1,1%, однак така зміна є не обернено пропорційною, а це означає, що процентна ставка реагує на інфляцію, а не навпаки. Тобто, в Україні середньозважена ставка рефінансування або облікова ставка не відзначається високою дієвістю, оскільки при їх підвищенні інфляція не знижується (як це відбувається в розвинутих країнах та країнах, що використовують режим інфляційного таргетування), а навпаки підвищується. Така ситуація свідчить про те, що в Україні існує інфляція витрат і у випадку підвищення середньозваженої ставки рефінансування зростає вартість ресурсів для підприємств, а, отже, і собівартість продукції.

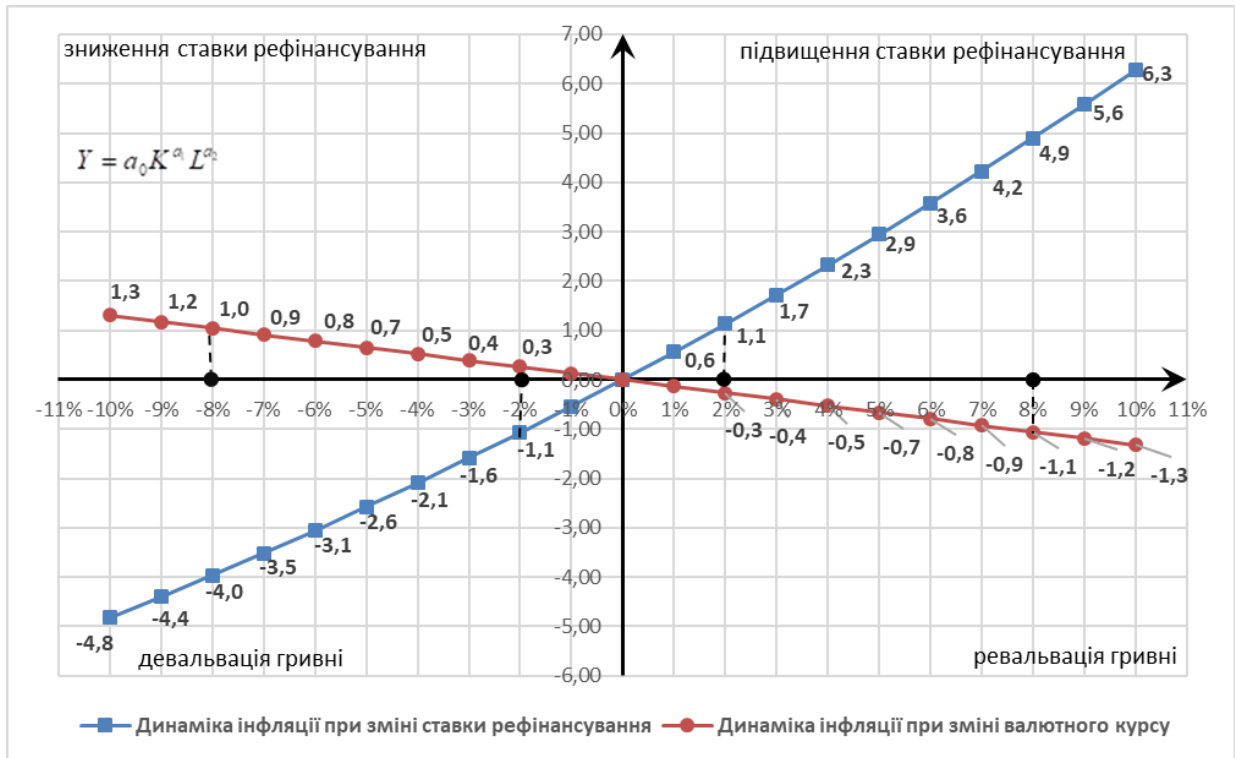


Рис. 3.11. Розрахункове значення впливу зміни валютного курсу на зміну інфляції в Україні за період січень 2012-січень 2018 років*

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

Що ж стосується валютного курсу, то при його зміні на 8% інфляція змінюється на 1% в обидві сторони, тобто при ревальвації гривні інфляція знижується, а при девальвації – підвищується, що підтверджує наявність інфляції витрат. В такому випадку, основним інфляційним якорем є валютний курс, а процентна ставка виконує роль допоміжного інструменту.

Однак, слід зауважити, що сьогодні вже не варто відмовлятися від режиму інфляційного таргетування, адже такий захід нестиме нові шоки як для грошово-кредитного ринку, так і для економіки в цілому. Більш доцільно скористатися світовим досвідом щодо реалізації гнучкого еkleктичного монетарного режиму з урахуванням особливостей розвитку національної економіки, який буде відображати максимальну гнучкість грошово-кредитної політики, поєднуючи таргетування інфляції, валютного курсу, номінального ВВП та ліквідності банківської системи.

На наш погляд, гнучкий еkleктичний монетарний режим в Україні повинен передбачати певну систему коридорів з чіткими межами зміни процентної ставки та валютного курсу. А зважаючи на наявність великих обсягів надлишкових резервів

комерційних банків, Національному банку варто запровадити асиметричний коридор процентних ставок на зразок Туреччини, який передбачатиме можливість встановлення великої різниці між процентними ставками за активними та пасивними операціями, що, з одного боку, дозволить зробити процентну політику більш передбачуваною, а з іншого – підвищить ефективність механізму управління ліквідністю банківської системи (рис. 3.12).

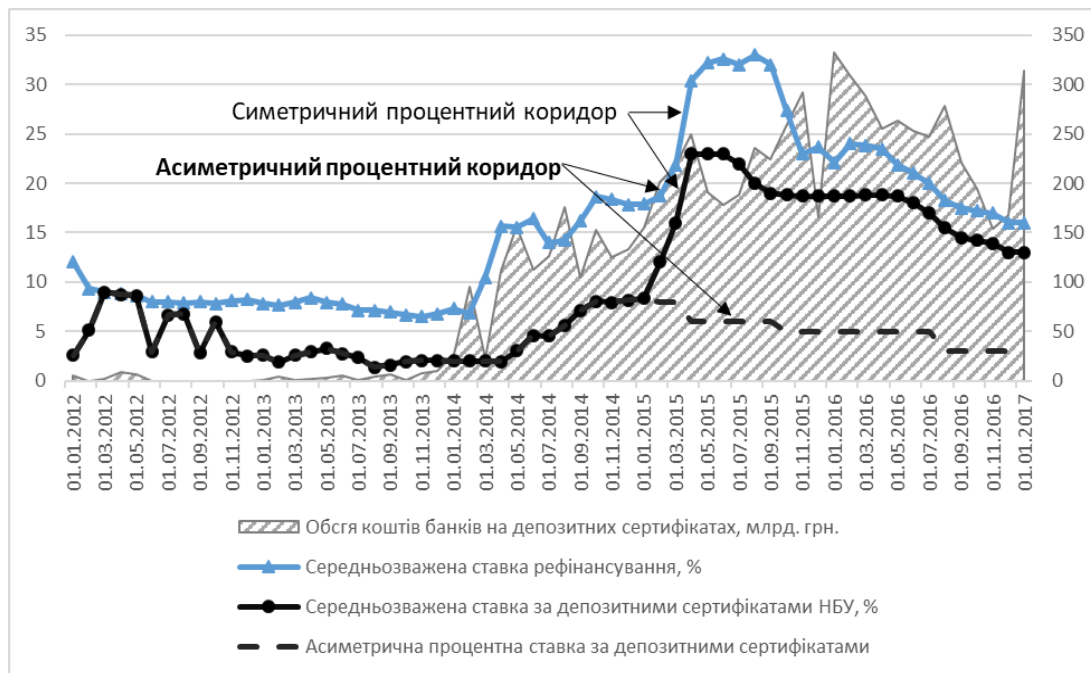


Рис.3.12. Динаміка процентних ставок за активними і пасивними операціями НБУ у 2012-2017 роках*

*Розраховано автором за даними НБУ

Особливу увагу в цьому контексті варто приділити нижній межі асиметричного процентного коридору, тобто процентній ставці за депозитними сертифікатами НБУ овернайт, яка повинна виконувати не стимулюючу (як це є в Україні на даний час), а штрафну функцію для банків, які накопичують надлишкові резерви. Тобто процентна ставка за депозитними сертифікатами повинна бути мінімальною і спрямованою на те, щоб банки ефективніше використовували свої надлишкові резерви для кредитування реального сектору економіки. Верхня межа асиметричного коридору повинна встановлювати мінімальну вартість кредитних ресурсів в економіці, виходячи із необхідності регулювання номінального ВВП та інфляції попиту, але не інфляції витрат. Встановлення асиметричного процентного коридору дасть змогу Національному банку України здійснювати ефективний вплив на монетарну інфляцію

попиту та на ліквідність банківської системи.

Окрім цього, в частині оптимізації використання депозитних сертифікатів для регулювання ліквідності банківської системи України, доцільно запровадити спеціальні довгострокові депозитні сертифікати на строк від шести місяців до двох років, що, з одного боку, у випадку накопичення надлишкової ліквідності дозволить Національному банку України акумулювати довгострокові грошові ресурси і використати їх для реалізації механізмів довгострокового рефінансування без необхідності задіявання емісійного механізму, а з іншого – наявність довгострокових сертифікатів дозволить знизити ймовірність спекулятивних операцій на валютному ринку.

Досягнення ж інфляційної цілі шляхом мінімізації інфляції витрат, виходячи із структури вітчизняного зовнішньоторгівельного обороту, можливе, на наш погляд, у випадку запровадження гнучкого валютного коридору. Виходячи із проведених нами розрахунків (див. рис. 3.11), валютний коридор може бути встановлений в межах від -8% до +8% динаміки валютного курсу гривні по відношенню до долара США. Дотримання такого коридору, з одного боку, дасть змогу оголосити «комфортні зони» для бізнесу на зразок Нової Зеландії, що відповідно розширить горизонт бізнес-планування, а з іншого – дозволить досягнути інфляційної цілі з відхиленням на $\pm 1\%$.

Таким чином, монетарне правило для України передбачатиме встановлення валютного коридору в межах $\pm 8\%$ та асиметричного процентного коридору, виходячи із величини інфляції попиту та номінального ВВП.

Окрім цього, для досягнення більшої дієвості трансмісійного механізму грошово-кредитної політики і забезпечення гнучкішої системи управління валютним курсом, на нашу думку, доцільним є запровадження механізму встановлення валютного курсу по відношенню до корзини іноземних валют. Попри те, що дане питання є доволі дискусійним в частині вибору складу валютної корзини, спробуємо вибрати найбільш оптимальний варіант. Так, в світовій практиці зустрічається два найбільш поширених підходи до вибору складу і механізму розрахунку валютної корзини:

- 1) розрахунок валютної корзини як середнього геометричного двосторонніх курсів валют. Такий підхід застосовувався в Білорусі і передбачав пошук середнього геометричного двосторонніх курсів білоруського рубля до долара США (USD), євро

(EUR) і російського рубля (RUB)[75]. Розрахунок проводився за наступною формулою:

$$\sqrt[3]{USD \times EUR \times RUB} = 960 \pm 5\% \quad (3.1)$$

2) розрахунок вартості валютної корзини шляхом врахування певної частки іноземної валюти у структурі корзини. Такий підхід використовується в Російській Федерації, а валютна корзина розраховується наступним чином:

$$45\% \text{ курсу євро ЦБ} + 55\% \text{ курсу долара ЦБ} = \text{вартість корзини в рублях} \quad (3.2)$$

Вибір структури валютної корзини залежить від обсягів зовнішньоторговельного обороту з основними торговими партнерами або частки тієї чи іншої валюти в зовнішній торгівлі країни.

На наш погляд, при розрахунку валютної корзини для України варто звернути увагу на три показники: 1) частка іноземної валюти у структурі банківських депозитів в іноземній валюті; 2) частка іноземної валюти у витратах на оплату імпорту; 3) частка іноземної валюти у структурі офіційних резервних активів.

Такий підхід дасть змогу врахувати можливості держави та бізнесу щодо погашення зовнішніх зобов'язань, а також скорегувати валютний курс внаслідок шоків валютної нестабільності на міжнародних ринках. Визначимо структуру валютної корзини України (табл. 3.25).

Таблиця 3.25

Методика розрахунку валютної корзини в Україні

№ п/п	Показник	USD	EUR	Інші валюти
1.	Частка іноземної валюти у структурі банківських депозитів в іноземній валюті, %	83,9	15,7	0,5
2.	Частка іноземної валюти у витратах на оплату імпорту, %	53,5	41,7	4,8
3.	Частка іноземної валюти у структурі офіційних резервних активів, %	71,0	12,0	17,0
4.	Середнє значення, %	69,5	23,1	7,4
5.	Структура валютної корзини, %	73	27	-

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

Виходячи із частки іноземних валют в структурі депозитів, зовнішньоторговельного обороту та офіційних резервних активів України, варто зазначити, що основними валютами у валютній корзині будуть долар США та євро, на які припадає значна частина валютних операцій та валютних активів, частка ж інших валют є незначною. Тому валютна корзина України носитиме бівалютний характер.

Розрахуємо вартість валютної корзини для України за двома вищезазначеними методами (рис. 3.13).

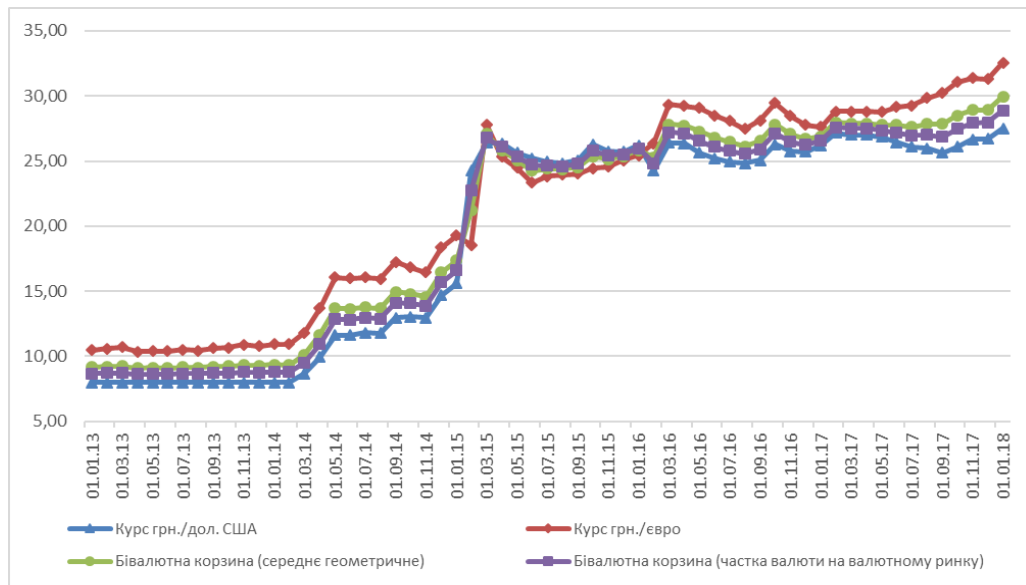


Рис. 3.13. Динаміка офіційного валютного курсу гривні до долара США і євро та розрахункові значення бівалютної корзини у 2013-2017 роках*

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

Як бачимо з рис. 3.13, бівалютна корзина, що розрахована шляхом врахування частки кожної з валют у вітчизняному валютному ринку, дозволяє мінімізувати негативний вплив на вітчизняну економіку коливання курсу долара по відношенню до курсу євро на міжнародних ринках, що може зменшити витрати держави на оплату імпорту.

Поряд із недостатнім розвитком окремих інструментів, серед найбільш помітних проблем, пов'язаних з монетарною політикою в Україні, слід звернути увагу, зокрема, на те, що механізм прийняття Національним банком рішень щодо стратегії та тактики грошово-кредитної політики залишається для економічних агентів не завжди доступним, що, в свою чергу, обумовлює недостатню її прозорість для суспільства і створює передумови для непрофесійних коментарів окремих політиків чи економістів. Крім цього, однією з нагальних проблем залишається також невисока якість макроекономічних прогнозів, на основі яких визначаються основні цільові монетарні орієнтири (зокрема попит на гроші). Адже відомо, що будь-яка система управління започатковується прогнозними оцінками, а оскільки інфляційні ризики в нашій економіці все ще залишаються значними, потрібно особливу увагу звернути на ефективність та достовірність прогнозування ключових макроекономічних

параметрів з метою побудови оптимальної моделі монетарної політики із врахуванням потреб соціально-економічного розвитку держави та узгодженням з іншими елементами загальноекономічної політики держави.

Вирішивши питання із забезпеченням фінансової стабільності шляхом досягнення цільових орієнтирів цінової і валютної стабільності, Національному банку України необхідно встановити ще один цільовий орієнтир – стале економічне зростання.

Стимулювання економічного зростання монетарними методами в більшості відомих економічних теорій піддається критиці, мотивуючи це тим, що надмірне емісійне кредитування економіки може призвести до фінансової нестабільності та гіперінфляції, як це відбувалося в Україні на початку 90-х років ХХ століття. Однак, новітня практика ведення монетарної політики провідними центральними банками світу доводить протилежне – монетарне фінансування економіки в розумних межах дозволяє підтримувати стабільні темпи економічного зростання, не порушуючи фінансової стабільності. Звичайно, при врахування міжнародного досвіду в цій сфері, необхідно звернути увагу на організаційно-правові засади організації економічної діяльності в цілому в країні.

Україна, як країна, що розвивається, і країна, де присутні рудименти планової економіки та соціалістичного укладу державного управління, має зовсім інші умови реалізації грошово-кредитної політики. Окрім цього, зважаючи на розбалансованість фіскальної складової державного управління, грошово-кредитна політика та грошово-кредитне регулювання Національного банку України можуть стати основами формування нових векторів розвитку національної економіки.

Одним із основних інструментів грошово-кредитної політики, спрямованих на стимулювання економічного зростання, є процентні ставки рефінансування, які визначають ціну на банківські ресурси в економіці. Зважаючи на необхідність підвищення дієвості процентного каналу грошово-кредитної політики в Україні в частині стимулювання кредитування реального сектору, на наш погляд, Національному банку під час встановлення облікової ставки та ставок рефінансування за кредитами комерційним банкам необхідно орієнтуватися на реальну процентну ставку, яка розраховується за формулою:

Реальна процентна ставка = облікова (рефінансування) ставка – показник ІСЦ

Варто зауважити, що реальна середньозважена процентна ставка за кредитами рефінансування НБУ в докризовий період (2011-2013 р.) була досить високою (7-8%), що мало певний вплив на реальну відсоткову ставку за кредитами нефінансовим корпораціям на строк від 1 до 5 рр, за якими ставка коливалася в межах 14-19%, і це відповідно знижувало попит підприємств на банківські кредити. Група кредитів нефінансовим корпораціям строком погашення 1-5 рр. взята за основу, тому що горизонт планування бізнесу в докризовий період визначався терміном від 1 до 3 років, а такий вид кредитів в кредитному портфелі вітчизняних банків займає 43-45%, тоді як інвестиційні кредити строком погашення більше п'яти років – 11-13%. Сьогодні горизонти планування бізнесу звузилися від 1-3 років до 1-3 місяців, що породжує невизначеності як в очікуванні підприємств, так і в кредитних стратегіях банків, які у розрахунок відсоткової ставки за кредитами закладають досить високий рівень ризику. Тому з метою зниження такого рівня ризиків для банку, на наш погляд, необхідно знизити реальну середньозважену відсоткову ставку за кредитами рефінансування, що матиме вплив на відсоткову ставку комерційних банків за кредитами нефінансовим корпораціям і, таким чином, дозволить збільшити платоспроможний попит на кредити.

Доцільність встановлення негативної (по відношенню до рівня інфляції) відсоткової ставки за кредитами рефінансування наглядно демонструє рис. 3.14, з якого бачимо, що встановлення негативних ставок за кредитами рефінансування у 2014-2015 роках, хоча й відбулося ситуативно, однак мало позитивний вплив на динаміку кредитування нефінансових корпорацій в умовах кризи. Звичайно, в цьому контексті потрібно врахувати динаміку валютного курсу, яка мала вплив на зростання валютних кредитів. Тим не менше негативна процентна ставка за кредитами рефінансування дозволить банкам знизити відсоткові ставки за кредитами нефінансовим корпораціям з врахуванням існуючого рівня ризику без зниження рентабельності кредитних послуг. Саме зниження відсоткової ставки за кредитами нефінансовим корпораціям дозволить розширити їх обсяг, оскільки, з одного боку, в категорію платоспроможних

підприємств банками буде включена більша їх кількість, а з іншого – нижча відсоткова ставка за кредитами при існуючому рівні рентабельності буде прийнятною для нефінансових корпорацій практично всіх секторів економіки.

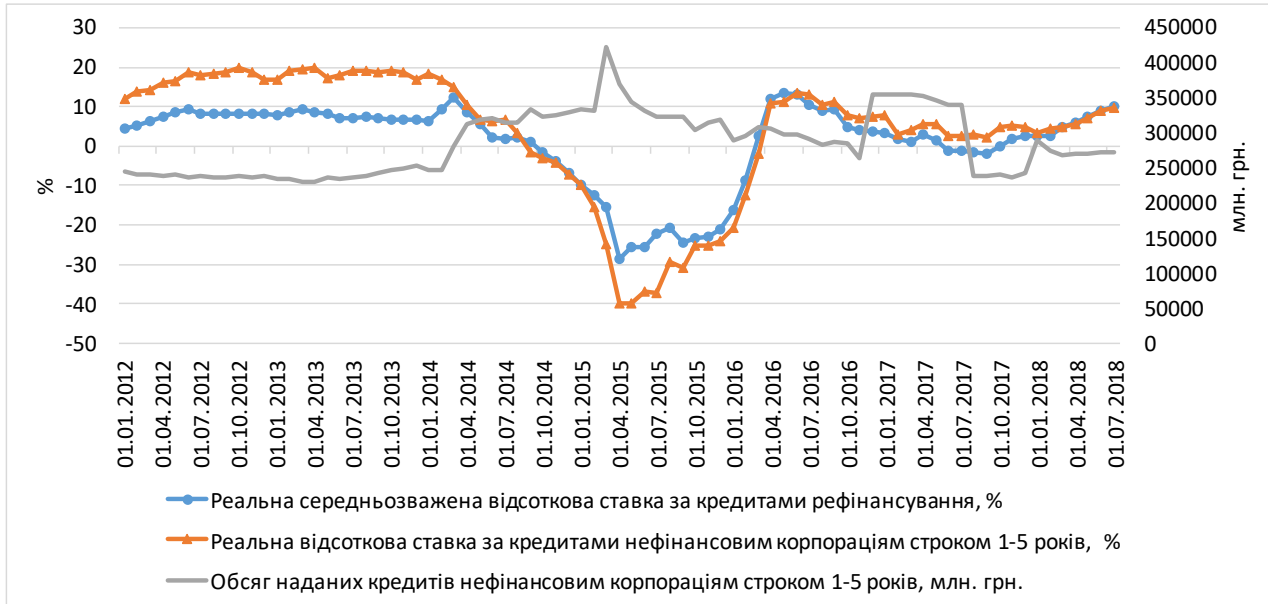


Рис. 3. 14. Динаміка реальних процентних ставок за кредитами нефінансовим корпораціям строком погашення 1-5 років*

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

У сьогоденних умовах зниження відсоткової ставки за кредитами рефінансування матиме негативний вплив на валютну стабільність, оскільки є ризики збільшення грошової маси та девальвації національної валюти. Однак за умови встановлення валютного коридору в межах еkleктичного монетарного режиму та застосування всіх можливостей валютного контролю, зниження відсоткових ставок не матиме негативного впливу на інфляцію чи девальвацію.

Разом із вдосконаленням процентної політики НБУ шляхом встановлення асиметричного процентного коридору та негативних процентних ставок важливим є удосконалення набору інструментів грошово-кредитної політики. Одним із таких кроків повинна бути структура інструментів рефінансування, адже в силу їх використання в умовах інфляційного таргетування основними інструментами рефінансування є операції овернайт та операції з регулювання ліквідності банківської системи України шляхом проведення тендеру строком на максимум 90 днів, однак частка кредитів рефінансування строком на 90 днів є мінімальною. Це зумовлено як

об'єктивними (великі обсяги надлишкових резервів, спекуляції на валютному ринку), так і суб'єктивними (помилки у виборі монетарного режиму) обставинами, які повинні бути вирішеними в найкоротші терміни, адже вони призвели до того, що банківська система України на сьогоднішній день ефективно виконує лише функцію посередництва в платежах, а функції фінансового посередництва з ефективного перерозподілу ресурсів в економіці практично не реалізуються.

Окрім цього, враховуючи короткостроковість ресурсної бази банків, а також високі темпи зростання готівкового грошового обігу, тіньової економіки розбалансування ринкового механізму, виникає нагальна потреба впровадження цільових довгострокових інструментів рефінансування комерційних банків.

Дана проблематика в економічній літературі та в широких експертних дискусіях викликає велику кількість застережень, пов'язаних, з одного боку, із загрозою виникнення гіперінфляції, а з іншого - тезами про те, що держава не повинна визначати кого кредитувати і які галузі національної економіки мають бути пріоритетними. На наш погляд, такі застереження є актуальними для розвинутих країн, в яких налагоджений ринковий механізм і державне управління, а Україна ж мала негативний досвід фактично безконтрольного розвитку валютного кредитування, лєвова частка якого була спрямована на кредитування населення, що в підсумку призвело до затяжної фінансово-економічної кризи.

Механізм цільового довгострокового рефінансування повинен містити в собі не окремі види рефінансування, а цілі кредитні програми рефінансування для вітчизняних банків, а вже самі програми, спрямовані на розвиток кредитування високотехнологічних галузей та груп виробників продукції з доданою вартістю. Ефективність реалізації програм довгострокового рефінансування повинна забезпечуватися максимальною прозорістю, високим рівнем контролю за використанням виданих коштів, як на рівні банку, так і на рівні підприємств, а також високим ступенем відповідальності за результати реалізації таких програм.

Запропонуємо власне бачення базових основ механізму пільгового довгострокового рефінансування комерційних банків задля розширення кредитної підтримки підприємств реального сектору.

Одним із основних елементів механізму пільгового довгострокового рефінансування є строк дії кредитної програми, який, на наш погляд, враховуючи короткостроковість ресурсної бази банків, мінімальний горизонт планування бізнесу, середні строки реалізації інвестиційних проектів, повинен становити два-три роки. Можливість отримати кредит рефінансування строком на два-три роки дозволить як банкам, так і позичальникам спрогнозувати майбутню діяльність на середньострокову перспективу, знизити негативні ділові очікування та стабілізувати грошові потоки, що є однією із основ макроекономічної та фінансової стабільності в державі.

Наступним елементом, за своєю суттю – найважливішим, є критерії вибору банку-позичальника. Отже, перший критерій – фінансова стійкість, суть якого полягає в оцінці фінансової стійкості банку за останні 5 років, використовуючи наявні економічні нормативи НБУ та інші коефіцієнти (наприклад, рентабельність, прибутковість), які дають змогу спрогнозувати перспективи розвитку банку на наступні три-чотири роки. Другий критерій – історія розвитку банку, суть якого полягає в оцінці розвитку і діяльності банку на території України з часу його заснування, що дасть змогу оцінити дії менеджменту банку в нестандартних ситуаціях, зокрема, в умовах фінансової нестабільності. Третій критерій – структура кредитного портфеля, у цьому випадку оцінюється частка кредитів корпоративному сектору в структурі кредитного портфеля, їх строковість, частка прострочених кредитів та обсяги. Частка кредитів корпоративному сектору повинна становити не менше 50% кредитного портфеля банку, що свідчить про досвід і можливість банку обслуговувати нефінансові корпорації.

Сума кредиту рефінансування, як один із елементів механізму пільгового довгострокового рефінансування, повинна визначатися, виходячи із отриманих банками кредитних заявок високотехнологічних підприємств для реалізації інвестиційних проектів з представленням ґрунтовних бізнес-планів та самих інвестиційних проектів. Тобто, кредит рефінансування повинен видаватись під конкретний інвестиційний проект.

Наступним елементом даного механізму є порядок визначення відсоткової ставки за кредитом рефінансування. Цей критерій покликаний відобразити самий зміст

пільговості кредитів рефінансування. Досліджуючи особливості встановлення процентних ставок комерційних банків за кредитами реальному сектору економіки в Україні, можна зробити висновок, що умовно відсоткова ставка має наступну структуру.

Відсоткова ставка за кредитом в реальний сектор економіки = середньозважена ставка рефінансування + надбавка банку за обслуговування кредиту + рівень ризику + коефіцієнт галузі.

В результаті використання такої формули, реальні відсоткові ставки банків за кредитами нефінансовим корпораціям більшості галузей національної економіки, окрім торгівлі, є значно вищими, ніж рентабельність підприємств у річному вимірі. Відтак, ми вважаємо, що ефективним рішенням у цьому контексті є встановлення відсоткової ставки за кредитом рефінансування на рівні, нижчому, ніж середня рентабельність підприємств галузі з врахуванням надбавки комерційного банку за обслуговування кредиту. При цьому відсоткова ставка не повинна бути нижчою нуля і вищою, ніж рівень інфляції, навіть якщо цей рівень перевищує рівень інфляції. Тобто, наприклад, якщо рентабельність підприємств машинобудування становить 3,4% при інфляції 15%, то відсоткова ставка може встановлюватися в межах 0,1-3%, а якщо при заданому рівні інфляції рентабельність становить 20%, то відсоткова ставка за кредитом повинна становити не більше 15%. Встановлення процентної ставки за кредитом рефінансування на рівні нижчому, ніж рівень рентабельності підприємств в галузі, дозволить створити всі умови для ефективного використання кредитних коштів з метою реалізації інвестиційного проекту. В такому випадку надбавки за ризику кредитування бере на себе не комерційний банк, а держава в особі Національного банку України.

Важливим елементом механізму пільгового довгострокового рефінансування є його транспарентність. Транспарентність кредитів рефінансування повинна створити передумови для громадського і відомчого контролю за ефективністю та цільовим використанням кредитних коштів підприємствами. З метою реалізації цього критерію, Національний банк України на своєму офіційному Інтернет-порталі повинен розкривати умови кредитного договору між НБУ і комерційним банком та умови договору між комерційним банком і підприємством-позичальником. У цьому

випадку, порушується банківська таємниця, однак є факт використання державних грошей, які, по суті, не можуть бути предметом банківської таємниці.

Важливим елементом механізму пільгового довгострокового рефінансування є кредитний супровід. Самий процес кредитного супроводу повинен відбуватися на двох стадіях: перша стадія передбачає кредитний супровід у центральному банку, а друга – на рівні комерційного банку. Враховуючи необхідність забезпечення високого рівня контролю за цільовим використанням коштів пільгових кредитів рефінансування, в тих банківських установах, які виступають посередниками в цьому процесі, доцільно призначити куратора від Національного банку України, який спільно із працівниками комерційного банку буде здійснювати кредитний супровід.

Відповідальність, як останній елемент механізму пільгового кредитування, є не менш важливим, ніж попередні, адже виступає доповненням процедури контролю. Реалізація цього елементу повинна відбуватися шляхом чіткого визначення відповідальних персон за підбір інвестиційних проектів та рівня їх відповідальності, а також відповідальності керівників і власників підприємств за нецільове використання коштів. У випадку нецільового використання коштів важливим є доведення покарання до логічного завершення – притягнення до адміністративної або кримінальної відповідальності.

Запровадження механізму пільгового рефінансування в практику реалізації грошово-кредитної політики в Україні дозволить розширити кредитну підтримку реального сектору економіки без суттєвого негативного впливу на інфляційні процеси, оскільки всі кредитні програми матимуть строгий цільовий характер і спрямовуватимуться на розвиток інвестиційних проектів. Реалізація інвестиційних проектів та виготовлення продукції з доданою вартістю є базовою основою економічного зростання, адже призводить до створення нових робочих місць, зростання надходжень до бюджету, підвищення рівня заробітних плат і добробуту населення.

Повертаючись до цільових орієнтирів центрального банку та необхідності реалізації функції із забезпечення фінансової стабільності, варто зауважити, що механізм пільгового довгострокового рефінансування дозволить стабілізувати товарні

ринки, сприятиме розвитку внутрішнього попиту та стимулюватиме економічне зростання, однак за умови нестабільного функціонування банківської системи досягнути окреслених завдань буде неможливим.

На наш погляд, удосконалення механізмів рефінансування також є умовою досягнення фінансової стабільності в Україні, зокрема, подолання нестабільності у розвитку банківської системи. Так, на сьогоднішній день, однією із найважливіших причин нестабільності у банківській системі є проблема накопичення прострочених кредитів і, як наслідок, колосальні відрахування до резервів за кредитними операціями (рис. 3.15).

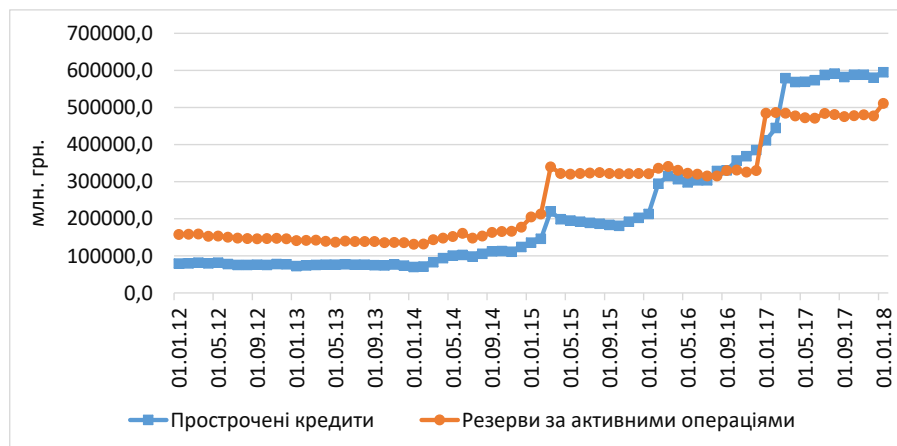


Рис. 3. 15. Динаміка прострочених кредитів та резервів за активними операціями у 2012-2017 роках*

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

В таких умовах, банкам досить важко вийти на рентабельний рівень діяльності, що викликає необхідність прийняття негайних рішень щодо «очищення» банківських балансів. Сьогодні частка резервів за активними операціями становить 38% від сукупних активів банківської системи України, а це свідчить про серйозні перешкоди як в процесі забезпечення фінансової стабільності, так і в процесі ефективної реалізації функцій банківської системи із фінансового посередництва.

Світовий досвід (ФРС США) містить приклади прямого викупу центральним банком токсичних активів, однак в США здійснювався викуп іпотечних облігацій та інших цінних паперів. В силу нерозвиненості фондового ринку в Україні, основним видом активних операцій є кредити, а тому основну частку резервів за активними

операціями становлять резерви за кредитами, які банки розцінюють як збитки, а відраховані кошти до резервів не можуть використати для подальшого проведення активних операцій. Одним із інструментів «очищення» балансів комерційних банків від токсичних активів є списання боргів, однак списання боргів буде мати лише односторонній ефект, адже багато таких боргів залишилося від суб'єктів підприємництва, які припинили свою діяльність під час кризи. Тому, на наш погляд, Національному банку України доцільно розробити разову програму із прямого викупу частини проблемних кредитів (тих кредитів, які є повністю безнадійними) в банківських установ, що, з одного боку, підвищить рівень рентабельності банків, а з іншого – надасть банкам необхідний ресурс для розвитку кредитної підтримки реального сектору економіки. З метою уникнення тиску на інфляцію, програми викупу проблемних кредитів повинні також бути цільовими і самий викуп повинен здійснюватися під кредитування нових об'єктів.

В цілому, ефективність реалізації еkleктичного режиму грошово-кредитної політики в Україні, окрім зміни і розширення спектру ринкових інструментів, залежить від системності його застосування та дотримання узгодженості дій Національного банку України і Кабінету Міністрів України в частині здійснення загальноекономічної політики.

Реалізація ефективної грошово-кредитної політики та оперативне виконання поставлених на неї завдань неможлива без формування чітко структурованої стратегії на середньострокову перспективу. В основі даної стратегії повинні лежати оголошені таргети з інфляції, валютному курсу та ВВП, які мають стати маяками для економічних агентів в сфері бізнес-планування. Не меш важливим аспектом в контексті формування стратегії є обґрунтування комплексу заходів НБУ щодо недопущення фінансової нестабільності, серед яких варто відмітити наступні: визначення єдиного переліку системних ризиків та розкриття ймовірних джерел їх виникнення; запровадження плану дій (в т.ч. спільних заходів з Урядом) у випадку виникнення непередбачуваних ситуацій, а також розробка превентивних антикризових заходів; формулювання єдиних підходів до визначення права комерційних банків на отримання кредиту рефінансування за прозорим механізмом їх надання; оголошення

єдиних критеріїв відповідальності комерційних банків в особі вищих посадових осіб за спекуляції на валютному чи інших ринках або доведення до банкрутства; забезпечення самостійності і незалежності НБУ щодо прийняття ключових рішень.

Висновки до розділу 3

1. Проаналізовано зарубіжний досвід ефективності реалізації монетарного режиму інфляційного таргетування на прикладі Нової Зеландії, як країни, що першою запровадила цей режим та має найбільший досвід у сфері забезпечення цінової стабільності, на основі чого зроблено наступний висновок: 1) впровадженню монетарного режиму таргетування інфляції в Новій Зеландії передбачав перехідний період терміном в дев'ять років, впродовж якого центральний банк використовував фактичне таргетування інфляції, валютного курсу і банківської ліквідності, що дало змогу поступово пристосувати всі економічні процеси та поведінку економічних агентів до нового монетарного режиму. Основною заслугою в цьому контексті, було впровадження так званих «комфортних зон» валютного курсу, що дозволило ефективно управляти очікуваннями економічних агентів; 2) на центральний банк було покладено високий рівень відповідальності за результати грошово-кредитної політики, а також вироблено основи високого рівня координації монетарної і фіскальної політики з метою досягнення цілей по інфляції, що було закріплено спеціальними нормативними документами і за недотримання домовленостей передбачається відставка голови центрального банку, чого немає в Україні; 3) вагома увага приділяється антимонопольній політиці, структурі зовнішньої торгівлі, розвитку внутрішнього ринку, що є базовими умовами забезпечення ефективності режиму інфляційного таргетування.

2. Вивчення досвіду таргетування інфляції у країнах, які за рівнем експорту сировини є подібними до України, зокрема Норвегія, Австралія, Туреччина, дозволило зробити висновок про те, що важливим під час реалізації монетарного режиму інфляційного таргетування є створення механізмів ефективного регулювання валютного курсу через операції своп та кредити рефінансування в іноземній валюті, а також впровадженням асиметричного процентного коридору, який дозволяє центральним банкам не допустити надмірного накопичення надлишкової ліквідності

на депозитних сертифікатах.

3. Досліджено особливості реалізації неконвенційної монетарної політики ФРС США та ЄЦБ, на основі чого запропоновано рекомендації щодо розробки спеціальних програм Національного банку України з викупу непрацюючих активів діючих банківських установ з метою зниження рівня їх збитковості. Для реалізації цієї ідеї Національному банку України доцільно створити дочірню компанію з управління активами, яка шляхом отримання коштів рефінансування повинна викупити непрацюючі активи в комерційних банків. Іншим напрямком адаптації досвіду неконвенційної політики ФРС США, на наш погляд, може бути створення механізму для стимулювання економічного зростання шляхом як викупу «токсичних» активів комерційних банків під фінансування певних напрямків розвитку реального сектору економіки, так і надання пільгових кредитів рефінансування комерційним банкам для фінансування різноманітних інфраструктурних проектів.

4. На основі економіко-математичного моделювання дано оцінку дієвості інструментів грошово-кредитної політики НБУ, а також каналам монетарної трансмісії, яка свідчить про низьку дієвість тих інструментів і каналів, що повинні забезпечувати ефективність реалізації монетарного режиму інфляційного таргетування. Особливо це стосується процентної політики, де відповідно до кореляційно регресійного аналізу, облікова ставка має низький зв'язок із процентними ставками комерційних банків за кредитами і депозитами, а також за операціями на міжбанківському ринку. Окрім цього, роль динаміки облікової ставки у встановленні інфляційних тенденцій складає близько 20% з поміж інших інструментів грошово-кредитної політики та немонетарних факторів, а її зміна практично не призводить до зміни темпів приросту ВВП, що свідчить про вкрай низьку її дієвість. Разом з тим, економіко-математичний аналіз дав змогу обґрунтувати важливість валютного каналу трансмісійного механізму, який, враховуючи вітчизняні реалії, має основний вплив на динаміку інфляції та ВВП, що свідчить про високий рівень дієвості валютно-курсової політики НБУ та про необхідність модернізації існуючого монетарного режиму.

5. Виходячи з аналітичної оцінки світового досвіду у сфері вибору і реалізації

монетарних режимів, економіко-математичного аналізу дієвості інструментів грошово-кредитної політики НБУ, в дисертації обґрунтовано чотири ключових завдання монетарної політики, а саме: 1) оптимізація монетарного режиму шляхом модернізації його до рівня еклектичного монетарного режиму; 2) підвищення дієвості інструментів грошово-кредитної політики шляхом впровадження неконвенційних інструментів, валютних свопів та асиметричного коридору процентної політики; 3) подолання фінансової нестабільності шляхом забезпечення цінової та валютної стабільності за рахунок удосконалення валютно-курсової політики та впровадження монетарного правила спрямованого на встановлення оптимального співвідношення динаміки валютного курсу й інфляції; 4) підтримання сталого економічного зростання шляхом виконання попередніх завдань та шляхом реалізації програм довгострокового рефінансування комерційних банків з метою стимулювання кредитування реального сектору економіки.

Основні положення третього розділу знайшли відображення в публікаціях дисертанта [163; 164; 168; 174; 176; 182].

ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі наведені теоретичні узагальнення й запропоновано нове вирішення важливого наукового завдання, що полягає у поглибленні концептуально-теоретичних положень та розробці практичних рекомендацій щодо удосконалення організаційно-економічних засад реалізації грошово-кредитної політики центрального банку. Це дало змогу сформулювати загальні теоретичні та практичні висновки, що відображають вирішення основних завдань роботи відповідно до поставленої мети дисертації.

1. У дисертації визначено, що у подоланні фінансової нестабільності головна інституційна роль належить центральному банку, який, маючи розширений арсенал інструментів грошово-кредитної політики, а також широкі можливості проведення ґрунтовного аналізу діяльності всіх фінансових посередників, може оперативнo реагувати на прояви фінансової нестабільності шляхом зміни ключових процентних ставок, прямого впливу на баланси корпорацій фінансового та реального сектору економіки, а також змінювати регулятивні вимоги щодо ведення фінансових операцій, формування капіталу та активів тощо. У цьому контексті, оскільки центральний банк є основним регулюючим суб'єктом фінансових відносин, доведено необхідність доповнення ключових функцій НБУ такими нетрадиційними функціями як забезпечення фінансової стабільності та підтримання сталого економічного зростання.

2. Аналіз існуючих теоретичних підходів до визначення сутності грошово-кредитної політики, практичних аспектів її реалізації та сформульованої концепції фінансової стабільності дав змогу обґрунтувати авторське поняття грошово-кредитної політики, під якою запропоновано розуміти цілеспрямований регулятивний вплив держави в особі центрального банку на перебіг економічних процесів задля підвищення їхньої ефективності у сфері грошового обігу і кредиту з метою створення оптимальних умов для підтримання фінансової стабільності та забезпечення стійких темпів економічного зростання.

3. Дослідження сутності грошово-кредитної політики дало можливість

обґрунтувати її структурну характеристику, яка включає такі основні елементи: об'єкти, суб'єкти, цілі, режими, інструменти та механізм реалізації. Особливістю структурної характеристики грошово-кредитної політики є те, що наявність таких елементів, як монетарний режим та складний передавальний механізм, кардинально відрізняє її від усіх інших напрямів загальноєкономічної політики держави. Розгляд структури грошово-кредитної політики, враховуючи останні зміни її інструментарію, зокрема антикризового, дав змогу обґрунтувати важливість впровадження в Україні еkleктичного монетарного режиму, який дозволив би НБУ оперативно реагувати на зміну ситуації на фінансових ринках та у реальному секторі економіки.

4. Систематизація наукових підходів у сфері дослідження проблематики формування трансмісійного механізму грошово-кредитної політики дала змогу виокремити п'ять основних складових його функціонування щодо стратегічних і проміжних цілей грошово-кредитної політики; монетарного режиму; каналів монетарної трансмісії; монетарних індикаторів; прояву впливу монетарних інструментів та індикаторів на макроекономічні змінні. На цій основі в роботі запропоновано авторське визначення сутності трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, під яким запропоновано розуміти процес цілеспрямованого впливу певного поєднання монетарних інструментів (в залежності від ситуації на грошовому ринку та в економіці) на макроекономічні і соціальні параметри шляхом передачі імпульсів зміни монетарних індикаторів через вибрані передавальні канали, а також шляхом активізації ефектів прямої і зворотної дії монетарного регулювання на поведінку економічних агентів з метою досягнення задекларованих цілей.

5. У роботі досліджено особливості вибору і реалізації тактичних цілей грошово-кредитної політики Національного банку України та обґрунтовано їх неадекватність сучасним економічним реаліями. Визначено ключові фактори, які не дозволяють досягнути задекларованого інфляційного таргета. Крім того, доведено, що структурні особливості національної економіки, дієвість інструментів грошово-кредитної політики та рівень довіри до національної грошової одиниці в суспільстві

зумовлюють необхідність перегляду цілей НБУ задля виконання його конституційних обов'язків щодо забезпечення стабільності національної грошової одиниці.

6. Проведений економіко-математичний аналіз дієвості інструментів та каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики НБУ дав змогу отримати такі результати. По-перше, облікова ставка в Україні не виступає тим базовим показником, на який орієнтуються банківські установи при формуванні власних відсоткових ставок, адже при визначенні ціни на кредити вони, насамперед, виходять із вартості залучення депозитів, що слабо залежать від здійснюваної НБУ процентної політики. По-друге, відзначено високий взаємозв'язок кредитного каналу монетарної трансмісії з динамікою банківського кредитування економіки, що пояснюється збільшенням банківських ресурсів за рахунок коштів рефінансування. По-третє, обґрунтовано високий рівень дієвості валютного каналу монетарної трансмісії, яка виражається у прямій залежності динаміки валютного курсу і грошової бази та ВВП, а також в оберненій залежності динаміки валютного курсу і динаміки інфляції. По-четверте, канал очікувань має найнижчий ступінь дієвості серед інших каналів монетарної трансмісії через недієву інформаційну політику НБУ. Відтак обґрунтовано, що на рівень ділових очікувань найбільший вплив має саме валютний курс. Отримані результати дали змогу підтвердити необхідність вибору стабільності валютного курсу в якості проміжної цілі грошово-кредитної політики в силу його впливу на більшість економічних та фінансових показників в Україні.

7. На основі аналізу дієвості інструментів грошово-кредитної політики, рішень НБУ в сфері вибору цілей та монетарного режиму обґрунтовано негативні наслідки впровадження інфляційного таргетування, які, окрім нехтування основами регулювання валютного курсу, полягають у несвоечасності дій НБУ під час виникнення внутрішніх і зовнішніх шоків, а також у проведенні обмежувальної політики, спрямованої на досягнення інфляційної цілі, в той час коли причини інфляції мали здебільшого немонетарний характер. Така політика НБУ в умовах кризових явищ призвела до уповільнення темпів відновлення економічного

зростання та посилення фінансової нестабільності, що відповідним чином негативно відобразилося на показниках функціонування вітчизняного банківського сектору.

8. На основі вивчення світової практики реалізації грошово-кредитної політики зроблено висновок про те, що її ефективність залежить від структури економіки, верховенства права, сприятливого інвестиційного клімату та своєчасності і виваженості рішень центрального банку. На прикладі досвіду розвинених країн доведено, що таргетування інфляції не може використовуватися у чистому вигляді, оскільки валютна стабільність є основою цінової стабільності. Однак валютна стабільність залежить не лише від інструментів грошово-кредитної політики, а й від структури експорту, імпорту і обсягу внутрішнього ринку країни. Тому жоден монетарний режим не буде ефективним при незбалансованості структури зовнішньоторговельних операцій з мінімумом імпорту енергоносіїв і максимумом експорту з високою часткою доданої вартості. Важливими у контексті забезпечення ефективності монетарних режимів є: мінімізація впливу монополій, покращення інвестиційного клімату, підвищення відповідальності центрального банку шляхом її закріплення у відповідних законодавчих нормах, а також використання перехідних періодів після зміни монетарних режимів.

9. Досліджено світовий досвід напрямів подолання наслідків фінансово-економічної кризи та фінансової нестабільності за допомогою нетрадиційних інструментів грошово-кредитної політики, який свідчить про необхідність реалізації більш гнучких підходів до монетарного регулювання, пов'язаних із прямим викупом непрацюючих активів з метою «очищення» балансів не тільки комерційних банків, а й інших фінансових посередників і державних нефінансових корпорацій, впровадженням довгострокових програм рефінансування з метою стимулювання економічного зростання.

10. На основі вивчення світового досвіду та виходячи з результатів економіко-математичного моделювання й аналітичної оцінки дієвості інструментів грошово-кредитної політики НБУ, запропоновано основні вектори її модернізації, а саме: запровадження еклектичного монетарного режиму, який має поєднувати у собі декілька таргетів; активне використання валютного коридору, що дозволить

заздалегідь оголошувати межі зміни валютного курсу і, таким чином, збільшити прогнозованість грошово-кредитної політики; використання асиметричного процентного коридору з метою мінімізації обсягів надлишкової ліквідності на депозитних сертифікатах НБУ та створення стимулів щодо ефективного її перерозподілу в економіці; використання нетрадиційних інструментів монетарної політики з метою забезпечення фінансової стійкості інститутів грошового ринку та перерозподілу коштів на користь реального сектору; розвиток програм довгострокового рефінансування з метою відновлення кредитування реального сектору економіки та підтримання стійких темпів економічного зростання.

Основні результати дослідження впроваджені у практичну діяльність Комітету з питань фінансової політики і банківської діяльності Верховної Ради України, Департаменту економічного розвитку і торгівлі Тернопільської обласної державної адміністрації, Тернопільської обласної дирекції ПАТ АБ «Укргазбанк», Львівського центрального відділення АТ «Український будівельно-інвестиційний банк» та у навчальний процес Тернопільського національного економічного університету (Додаток У).

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Адаменко І.П. Грошово-кредитна політика у системі державного регулювання. *Вісник ДДФА. Економічні науки*. 2014. № 1. С. 125-130.
2. Адамик Б.П. Національний банк і грошово-кредитна політика: Навчальний посібник. Тернопіль: Карт-бланш, 2002. 278с.
3. Алейнікова О.В. Важелі макроекономічної стабілізації в умовах нестабільності національної економіки. *Економіка та держава*. 2014. № 6. С. 13-17.
4. Амалян Н. Д., Амалян А. В. Еволюція функцій центрального банку в умовах фінансової кризи. *Актуальні проблеми міжнародних відносин*. 2014. Вип. 121(2). С. 178-184.
5. Андрейків Т.Я. Особливості та основні напрями вдосконалення грошово-кредитної політики в Україні. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2014. Вип. 1. С. 228-235.
6. Андрианов В.Д. Эволюция основных концепций регулирования экономики: от теории меркантилизма до теории саморегуляции. Москва: Экономика, 2008. 326 с.
7. Аржевітін С. М. Системна банківська криза в Україні: особливості, причини та шляхи подолання. *Інвестиції: практика та досвід*. 2016. № 8. С. 16-18.
8. Артеменко І. А. Фінансова стабільність держави як складник макроекономічної стабільності національної економіки. *Молодий вчений*. 2015. №10(2). С. 228-232.
9. Базилевич В. Д., Базилевич К. С., Баластрик Л. О. Макроекономіка: підручник. За ред. В.Д. Базилевича. 2-ге вид., випр. Київ: Знання, 2005. 851 с.
10. Банківська система України: становлення і розвиток в умовах глобалізації економічних процесів: монографія / за ред. д.е.н. проф. Дзюблюка О.В. Тернопіль: Астон, 2012. 358 с.
11. Банківські кризи: терміни і вартість, 1970-2011 роки. Міжнародний валютний фонд. URL: http://www.palgrave-journals.com/imfer/journal/v61/n2/fig_tab/-imfer201312t7.html (Дата звернення 29.04.2018).
12. Баріда Н. П. Монетарне регулювання економіки України: проблеми та пріоритети. *Економіка. Фінанси. Право*. 2015. № 11(2). С. 4-6.

13. Белоглазова Г.Н., Киевич А.В. Модернизация регулирования финансовых систем: поиск новых моделей. *Банковское дело*. 2011. №7. С. 14-20.
14. Бернанке Б. Инструменты антикризисного регулирования глобальной экономики. *Финансовые рынки и финансовые институты*. 2010. №2. С. 9-14.
15. Беспалова О.В. Обзор деятельности Европейского центрального банка (от начала создания до 2012 г.). *Проблемы учёта и финансов*. №1(9) 2013. С. 42-56.
16. Бізнес словник. URL: <http://www.businessdictionary.com/definition/central-bank.html> (Дата звернення 12.11.2017).
17. Богатирьев І. І. Стабільність національних фінансових систем в умовах фінансової глобалізації. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2015. № 4. С. 29-32.
18. Болвачев А., Кондратов Д., Мещерский Д.. Денежно-кредитная политика Еврзоны в период мирового финансового кризиса. *Ресурсы. Информация. Снабжение. Конкуренция*. 2010. № 2. С. 217-221.
19. Бортніков Г. П., Панасенко Г. О. Довгострокове рефінансування банків в умовах кризи. *Держава та регіони*. Серія : Економіка та підприємництво. 2015. № 6. С. 73-78.
20. Буковинський С. А. Грошово-кредитна політика в сучасних умовах. *Економіка України*. 2014. № 6. С. 23-36.
21. Буковинський С. А., Унковська Т. Є., Джус М. О. До питання розробки стратегії монетарної політики Національного банку України. *Науковий журнал "Економіка України"*. 2015. №8. С. 4-30.
22. Буковинський С. А., Унковська Т. Є. До питання оптимізації стратегії монетарної політики Національного банку України. *Економічна теорія*. 2014. № 2. С. 70-85.
23. Бурда М., Вишлош Ч. Макроекономіка: Європейський контекст. Пер. з англ. Київ: Основи, 1998. 682 с.
24. Бурлачков, В.К. Макроекономіка, монетарная политика, глобальный кризис: анализ современной теории и проблемы построения новой модели экономического развития. Москва: Книжный дом «ЛИБРОКОМ», 2013. 240 с.
25. Бурова Т.Ф., Черкасов В. Ю. Внесистемные инструменты

рефинансування для підтримки і зниження стоимости банківського кредиту. *Деньги и кредит*. 2016. № 4. С. 51-62.

26. Васильченко З.М., Терещенко О.А. Фінансова нестабільність та її вплив на процес управління кредитним портфелем у банківських установах України. *Фінансово-кредитна діяльність: проблеми теорії та практики*. 2013. Вип. 2. С. 12-23.

27. Ващелюк Н.В., Трунин П.В. Нестандартные меры монетарной политики: международный опыт и российская практика. Москва: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2016. 110 с.

28. Великий тлумачний словник сучасної української мови (з дод. і допов.) / Уклад. і голов. ред. В.Т. Бусел. Київ; Ірпінь: ВТФ «Перун», 2005. 1728 с.

29. Власюк О. С. Банківська криза в Україні: втрати, помилки та пріоритети посткризового відновлення. *Стратегічні пріоритети*. 2017. № 2. С. 45-60.

30. Вовчак О.Д., Руцишин Н. М., Т. Я. Андрейків. Кредит і банківська справа : підручник . К.: Знання, 2008. 564 с.

31. Волков А. М. Опыт антикризисной политики ЕЦБ: оценка особенностей и эффективности. *Банковские услуги*. 2010. № 8. с. 2-9.

32. Вступ до банківської справи: Учбовий посібник / За ред. М.І. Савлука. Київ, «Лібра», 1998. 342 с. (С.96)

33. Галушка О.М. Ефективність валютного каналу трансмісійного механізму в стабілізаційних заходах великих і малих економік. *Вісник Маріупольського державного університету*. Сер. : Економіка. 2014. Вип. 7. С. 23-31.

34. Галушко Ю. П. Монетарний інструментарій посткризового відновлення. *Бізнес Інформ*. 2012. № 9. С. 265-268.

35. Гальчинський А. У провалах економічної політики лєвова частка провини НБУ. URL: <http://gazeta.dt.ua/macrolevel/anatoliy-galchinskiy-u-provalah-ekonomichnoyi-politikilevova-chastka-provini-nbu-.html> (Last accessed 12.11.2017).

36. Гальчинський А.С. Основи кейнсіанської моделі регулювання економічного циклу. Питання теорії. *Вісник НБУ*. №1. 2009. С.3-7.

37. Гарасим О., Гарасим Ю., Гаранюк П., Гаранюк І. Застосування теорії хаосу

в ризик-менеджменті інформаційної безпеки. *Комп'ютерні технології друкарства*. 2013. №29. С. 99-111.

38. Гладких Д. М. Негативні чинники курсової стабільності національної грошової одиниці в Україні та напрями їх подолання. *Стратегічні пріоритети*. Серія: Економіка. 2016. № 1. С. 69-77.

39. Глазова Е.С., Степанова М.П. Политика таргетирования инфляции: 20-летний опыт применения за рубежом. *Финансовый менеджмент*. 2013. №1. С. 15-18.

40. Грей С., Телбот Н. Денежно-кредитные операции. *Центр исследований деятельности центральных банков Английского банка*. Лондон. 2006. 96 с. URL: <http://www.bankofengland.co.uk>. (Дата звернення 29.04.2018).

41. Гроші та кредит: Підручник /За ред. Б.С. Івасіва. Тернопіль: Карт-бланш, 2000. 510с. (С.415)

42. Губарева І. О., Огородня Є. М. Причинно-наслідкові зв'язки інструментів монетарної політики та показників сталого розвитку економіки країни (на прикладі облікової ставки НБУ). *Бізнес Інформ*. 2013. № 9. С. 264-273.

43. Гудзовата О.О. Зарубіжний досвід державної грошово-кредитної політики та зміцнення фінансової безпеки. *Економічний вісник Запорізької державної інженерної академії*. 2016. Вип. 6(2). С. 88-93.

44. Гулиев О.Ф. Особенности денежно-кредитной политики Китая: динамика и главные задачи. *Экономические науки*. 2015. № 2 (123). С. 109-116.

45. Гэлбрейт Дж. К. Новое индустриальное общество. Избранное; пер. с англ. – М.: Эксмо, 2008. 1200 с.

46. Дадашова П. А. Системний аналіз та моделювання впливу взаємоузгодженості монетарної та фіскальної політики на макроекономічну стабільність : автореф. дис. канд. ек. наук: спец. 08.00.11/ Нац. ун-т «Києво-Могилян. акад.». Київ, 2017. 22 с.

47. Данилишин Б. Успішна політика Нацбанку? URL: <http://nv.ua/ukr/opinion/-danylyshyn/uspishna-politika-natsbanku-1994792.html> (Last accessed 10.10.2017).

48. Денисенко О. М. Мегарегулятор фінансових ринків: чи готова Україна до його створення? *Науковий вісник Академії муніципального управління*. Серія:

Управління. 2010. Вип. 2. С. 255-262.

49. Дзюблюк О. Антикризові заходи монетарної політики ФРС США: національні особливості і глобальні перспективи. *Українська наука: минуле, сучасне, майбутнє*. 2014. Вип. 19(1). С. 25-34.

50. Дзюблюк О. В. Оптимізація передавального механізму грошово-кредитної політики центрального банку. *Вісник Національного банку України*. 2003. №1. с. 32-37.

51. Дзюблюк О. В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах ринкового реформування економіки. Київ: Поліграфкнига, 2000. 512 с

52. Дзюблюк О. В., Рудан В.Я. Управління ліквідністю банківської системи України: монографія. Тернопіль : Вектор, 2016. 290 с.

53. Дзюблюк О. Неконвенційні заходи монетарної політики: досвід Федеральної резервної системи США. *Журнал Європейської економіки*. 2017. Т. 16, №3 (62). С. 357-381.

54. Дзюблюк О., Прийдун Л. Розвиток банківської системи в умовах інтеграції економіки України у світове господарство і лібералізації міжнародного руху капіталу. *Світ фінансів*. 2008. № 2. С. 8-20.

55. Дзюблюк О.В. Валютна політика як фактор макроекономічної стабілізації. *Фінанси України*. 2016. № 11. С. 33-51.

56. Дзюблюк О.В., Рудан В.Я. Банківська криза в Україні та перспективи відновлення ефективного функціонування вітчизняної банківської системи. *Криза банківської системи: причини і шлях виходу*. Матеріали науково-практичної конференції, м. Київ, 10 червня 2015 року / Асоціація українських банків ; Університет банківської справи НБУ (м. Київ) ; відп. ред. С. М. Аржевітін. Київ: УБС НБУ, 2015. С. 55-60 с.

57. Дзюблюк О.В., Рудан В.Я. Оптимізація грошово-кредитної політики в контексті управління ліквідністю банківської системи України. *Банківська справа*, «Знання», №4-5(136). С. 3-20.

58. Дзюнь О.Б. Світовий досвід створення мегарегулятора на ринку фінансових послуг. *Державне управління: удосконалення та розвиток*. 2014. № 3. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Duur_2014_3_14 (Дата звернення 06.06.2018).

59. Долан Э. Дж. и др. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Пер. с англ. В. Лукашевича и др.; Под общ.ред. В. Лукашевича. Москва, 1996. 448 с.
60. Дорожня карта Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування URL: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=28704716> (Дата звернення 12.11.2017).
61. Дроботя Я. А. Виникнення та становлення функцій центральних банків. *Вісник ХНАУ*. Серія : Економічні науки. 2013. № 3. С. 91-96.
62. Дробышевский С.М., Трунин П.В. Эволюция теории и практики денежно-кредитной политики в результате глобального экономического кризиса. *Журнал Новой экономической ассоциации*. 2014. №4. С. 141-158.
63. Дробязко А. О. Монетарна політика та валютна лібералізація в Україні. *Збірник наукових праць Національного університету державної податкової служби України*. 2016. № 1. С. 45-53.
64. Дубихвіст О., Лановий В. Операції РЕПО як інструмент здійснення грошово-кредитної політики центрального банку. *Вісник Національного банку України*. 2013. № 8. С. 17-25.
65. Дунець М. І. Аналіз факторів, що впливають на встановлення облікової ставки в Україні. *Управління розвитком*. 2013. № 16. С. 31-34.
66. Енциклопедія банківської справи України. Редкол. : В. С. Стельмах (голова) та ін. Київ. Молодь, Ін Юре, 2001. 680 с.
67. Євтушенко Н. М., Макарчук І. М., Яременко Л. М. Макроекономічна стабільність в Україні. *Молодий вчений*. 2016. № 3. С. 74-79.
68. Жигаев А. Ю. Денежно-кредитная политика в Новой Зеландии. *Деньги и кредит*. Москва: Финансы и статистика, 2010. №2. С. 42-51,
69. Журавльов О.В., Сердюк Г.В. Кількісне пом'якшення в монетарній політиці. *Вісник Одеського національного університету*. Серія : Економіка. 2014. Т. 19, Вип. 1(1). С. 47-49.
70. Загарій В. П. Монетарні важелі досягнення фінансової безпеки: досвід розвинених країн. *Бізнес Інформ*. 2014. № 4. С. 400-405.
71. Івасів І. Б., Максимова А. В. Макроекономічне стрес-тестування банків:

сутність, підходи та основні етапи. *Фінанси, облік і аудит*. 2011. Вип. 18. С. 75-85.

72. Ивашковский С.Н. Макроэкономика: Учебник. 3-е изд. Москва: Дело, 2004. 472с.

73. Игонина Л.Л. Роль монетарных регуляторов в современном экономическом развитии. *Национальные интересы: приоритеты и безопасность*. 2013. № 34. С. 10-17.

74. Казьмин А.Ю. Режимы денежно-кредитной политики: сущность, особенности, практика проведения. *Научные направления в области финансов, налогов и кредита*. 2015. №11. С. 46-55.

75. Как считать валютную корзину. *Финансовый рынок* URL: <http://infobank.by/328/itenild/2616/aspx> (Дата звернення 02.02.2018).

76. Канторович Г.Г. Анализ временных рядов: лекционные и методические материалы. *Экономический журнал ВШЭ*. 2002. № 4. С.498-523.

77. Канцір І. А. Макроекономічний підхід до забезпечення стійкого розвитку фінансового сектору. *Економічний аналіз: зб. наук. Праць*. Тернопільський національний економічний університет; редкол.: О. В. Ярощук (голов. ред.) та ін. Тернопіль: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2016. Том 25. № 1. С. 117-122.

78. Касперович Ю.В. Трансмисійний механізм монетарного регулювання та формування доходів бюджету. *Економіка та держава*. 2012. №2. С. 42- 45.

79. Каурова Н.Н. Макропруденциальное регулирование финансовых рынков. *Финансовый журнал*. 2012. № 1. С. 6-9.

80. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. Москва: Гелиос АРВ, 1999. 352 с.

81. Кейнс Дж.М. Трактат про грошову реформу. Загальна теорія зайнятості, процента та грошей. Київ: АУБ, 1999. 189с.

82. Кембриджський словник URL: <http://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/central-bank> (Дата звернення 28.11.2017).

83. Кітц Р.Р. Системний ризик і фінансова стабільність макроекономічних систем. *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. Серія : Міжнародні економічні відносини та світове господарство. 2016. Вип. 6 (1). С. 158-161.

84. Кидуэлл Д. С., Петерсон Р. Л., Блэкуэлл Д. У. Финансовые институты, рынки и деньги; пер. с англ. СПб. : Питер, 2000. 554 с
85. Козюк В.В. Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення. Тернопіль: Астон, 2001. 300с.
86. Коковіхіна О. О., Новікова О. Ю. Грошово-кредитна політика: подальше удосконалення визначення. *Вісник економіки транспорту і промисловості*. 2014. Вип. 45. С. 256-259.
87. Колодізев О. М., Біляєва В. Ю., Лесик В. О. Фінансова стабільність та банківські кризи: взаємозв'язок на прикладі іноземних банків. *Науковий вісник Ужгородського університету : серія: Економіка; збірник наукових праць*. Ужгород: Вид-во УЖНУ "Говерла", 2016. Вип. 2 (48). С. 286-291
88. Коломієць Г. М., Синілова О. М. Інфляційне таргетування та фінансова стабільність: компаративний аналіз заходів в Україні та Польщі. *Інвестиції: практика та досвід*. 2017. № 8. С. 21-28.
89. Конституція України: станом на 1 верес. 2016 р.: відповідає офіц. тексту. Харків: Право, 2016. 82 с.
90. Корищенко К.Н. Актуальные проблемы методологии в реализации денежно-кредитной политики: монографія. Москва: Экономические науки, 2006. 240 с.
91. Корнева І. В. Підвищення ефективності монетарної політики та інструментів її реалізації в Україні. *Наукові записки Національного університету «Острозька академія»*. Серія : Економіка. 2015. Вип. 28. С. 125-129.
92. Корнеєв В. В., Кульпінський С. В. Подолання дефіциту інвестиційних ресурсів за допомогою інструментарію банку розвитку. *Фінанси України*. 2016. № 5. С. 82-96.
93. Корнеєв М. В. Удосконалення системи регулювання вітчизняного фінансового сектора в умовах фінансiалiзацiї економiки. *Бiзнес Інформ*. 2014. № 8. С. 243-247.
94. Косова Т. Д. Стеблянко І. О. Валютна політика та структура платіжного балансу України: діалектика взаємозв'язку. *Економіка та держава*. 2016. № 2. С. 9-12.
95. Костюченко Н. Грошово-кредитна політика ЄЦБ та її вплив на рівень

зайнятості в країнах вишеградської групи (Угорщини, Польщі, Словаччини та Чехії). *Науковий вісник [Одеського національного економічного університету]*. 2014. № 10. С. 73-86.

96. Костюченко Н. П. Довіра як фактор оцінки ефективності проведення монетарної політики Європейського центрального банку під час кризи. *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. Серія : Міжнародні економічні відносини та світове господарство. 2017. Вип. 11. С. 77-80.

97. Котлер Ф, Касліоне А. Хаотика: управління та маркетинг в епоху турбулентності. Пер. з англ. за ред. Т. В. Співаковської, С. В. Співаковського. Київ: Хімджест, ПЛАСКЕ. 2009. 208 с.

98. Кречотень І. М. Трансформація монетарного режиму в Україні: передумови та наслідки. *Вісник Хмельницького національного університету*. Економічні науки. 2013. № 4(1). С. 186-188.

99. Криворотов Д.В. Трансмиссионный механизм монетарной политики. *Белорусский экономический журнал*. 2005. № 2(31). С. 29-40.

100. Криворучко С.В., Свирина Е.М. Особенности таргетирования инфляции в условиях волатильности валютного курса (на примере Турции и Индонезии). *Деньги и кредит*, 2015. № 11. С.46-52.

101. Кузнєцова Л. В., Коваленко В. В. Вплив глобалізаційних процесів на фінансову стійкість банківської системи. *Актуальні проблеми економіки*. 2012. № 2. С. 264-271.

102. Латковська Т.А. Основні функції центрального банку: проблеми визначення та класифікації. *Актуальні проблеми держави і права*. 2011. Вип. 61. С. 218-227.

103. Лесик В. О. Оцінювання фінансової стабільності банківської системи з урахуванням властивості емерджентності. *Бізнес Інформ*. 2017. № 3. С. 294-301.

104. Луців Б. Грошово-кредитна політика держави та інвестиційна діяльність банків. *Економіка України*. 2001. № 10. С. 20-25.

105. Любунь О.С., Любунь В.С., Іванець І.В. Національний банк України: основні функції, грошово-кредитна політика, регулювання банківської діяльності: Навчальний посібник. Київ: Центр навчальної літератури, 2004. 351с.

106. Лютий І.О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки: Монографія. Київ: Атіка, 2000. 240с.
107. Магнус Я.Р., Катышев П.К., Пересецкий А.А. Эконометрика: начальный курс: Учеб. 6-е изд., перераб. и доп. М.: Дело, 2004. 576 с.
108. Макаренко М.І., Д'яконова І.І., Журавка Ф.О. Стратегія інфляційного таргетування в системі грошовокредитної політики держави: монографія. Суми: ДВНЗ «УАБС НБУ», 2008. 108 с.
109. Макарчук І. М. Грошово-кредитна політика України на сучасному етапі. *Молодий вчений*. 2015. № 2(2). С. 165-168.
110. Максимова А. В. Рефінансування банків: механізм застосування, особливості обліку, аналіз, проблеми та шляхи їх вирішення. *Наука й економіка*. 2014. Вип. 3. С. 48-59.
111. Манжос С. Б., Воловик Н. В. Роль банківського кредитування у стимулюванні процесів економічного зростання в Україні. *Проблеми і перспективи розвитку підприємництва*. 2016. № 1. С. 180-187.
112. Манжос С. Б. Реалізація центральними банками функції кредитора останньої інстанції (концептуальний аспект). *Економічний простір*. 2014. № 87. С. 183-192.
113. Мануїлов О. В. Моделювання впливу монетарного трансмісійного механізму на фінансовий та реальний сектори економіки. *Наукові праці НДФІ*. 2017. Вип. 1. С. 68-79.
114. Маринич Т. О. Компаративний аналіз індикаторів фінансової стабільності України. *Міжнародний науковий журнал "Механізм регулювання економіки"*. 2010. № 3, т. 1. С. 218-226.
115. Маринич Т. О. Моделювання параметрів монетарної стабільності України. *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.
116. Маслов А. О. Теорія інформаційних сигналів М. Спенса в контексті теорії інформаційної економіки. *Актуальні проблеми економіки*. 2012. № 4. С. 21-32.

117. Мацук З. Формування мегарегулятора українського ринку фінансових послуг. *Ринок цінних паперів України*. 2014. № 3-4. С. 15-21.
118. Мирончик Н. Теоретическое представление о монетарной трансмиссии в Республике Беларусь. *Банкаускі веснік*, Красавік, 2015, С.16-22.
119. Михайлюк Р. В. Механізм управління фінансовою стійкістю комерційних банків: автореф. дис. ... канд. екон. наук. 08.00.08 / Тернопільський нац. екон. ун-т. Тернопіль, 2008. 20 с.
120. Михайлюк Р. В., Сегеда Л. М. Національний банк в системі заходів стабілізації грошово-кредитного ринку. *Наука молода*. Випуск 13. Тернопіль: Економічна думка, 2010. С.173-178.
121. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків. Пер. з англ. Київ: Основи, 1998. 963 с.
122. Мізюк Б. М., Кітц Р. Р. Ефективність механізмів забезпечення фінансової стабільності в розвинутих країнах. *Проблеми економіки*. 2016. № 3. С. 6-14.
123. Мілай А. О. Особливості та наслідки проведення грошово-кредитної політики ФРС США в умовах світової економічної кризи. *Економічний вісник Національного технічного університету України «Київський політехнічний інститут»*. 2014. № 11. С. 91-96.
124. Міщенко В.І., Кротюк В.Л. Центральні банки: організаційно-правові засади. Київ: Т-во «Знання», КОО. 2004. 372 с.
125. Міщенко В.І., Петрик О.І., Сомик А.В., Лисенко Р.С. Монетарний трансмісійний механізм в Україні: Науково-аналітичні матеріали. Вип. 9. Київ: Національний банк України. Центр наукових досліджень, 2008. 144 с.
126. Міщенко С.В., Міщенко В. І. Поєднання функцій стратегічного розвитку та антикризового управління в діяльності центральних банків. *Актуальні проблеми економіки*. 2016. № 2. С. 266-272.
127. Міщенко В.І., Науменкова С.В. Банківський нагляд: Підручник. К.: ЦНД НБУ, 2011. 498 с.
128. Мизес Л. фон. Теория денег и кредита / пер. с англ. и нем. Челябинск : Социум, 2012. 808 с.

129. Моисеев С. Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика : учеб. пособие. Москва: Московская финансово-промышленная академия, 2011. 784 с.
130. Моисеев С.Р. Роль коридора процентных ставок центрального банка в управлении банковской ликвидностью. *Банковское дело*. 2008. № 2. С. 15-19.
131. Моисеев С.Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики // *Финансы и кредит*. 2002. №18. URL: http://www.mirkin.ru/_docs/articles03-015.pdf (Дата звернення: 09.03.2018).
132. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін : монографія. За ред. В. С. Стельмаха; Нац. банк України. Київ: [Центр наук. дослідж. НБУ, УБС НБУ], 2009. 404 с.
133. Монетарна політика: проблема цільових орієнтирів. URL: <http://gazeta.dt.ua/macrolevel/monetarna-politika-problemacilovih-orientiriv-.html> (Дата звернення: 09.03.2018).
134. Мороз А .М., Пуховкіна М. Ф. Національний банк і грошово-кредитна політика: Підручник. Частина 1 URL:/ <http://ukrkniga.org.ua/ukrkniga-text/18/8/> (Дата звернення: 09.03.2018).
135. Мочерний С. В. Економічна теорія: Навч. посібник. Київ: Видавничий центр "Академія", 2005. URL: http://ebk.net.ua/Book/economics/mochernyj_et/literature.htm. (Дата звернення: 09.03.2018).
136. Національний банк і грошово-кредитна політика: Підручник. За ред. д-ра екон. наук, проф. А.М. Мороза та канд. екон. наук, доц. М.Ф. Пуховкіної. Київ: КНЕУ, 1999. 368 с.
137. НБУ своїми діями «консервує» кризові процеси. URL: http://dt.ua/ECONOMICS/nbu-svoyimi-diyami-konservuye-krizoviprocesi-galchinskiy-202950_.html (Дата звернення: 09.03.2018).
138. Небрат В. В. Концепції "провалів ринку" та держави у галузі фінансування суспільного сектора економіки. *Наукові записки НаУКМА*. Економічні науки. 2012. Т. 133. С. 98-102.
139. Окуневич І. Л. Гревцева М. Ю. Аналіз стану та шляхи вдосконалення рефінансування комерційних банків України. *Вісник Дніпропетровського*

університету. Серія : Економіка. 2015. Т. 23, вип. 9(1). С. 17-24.

140. Омельченко О. І., Рац О. М. Аналіз та регулювання грошової маси України. URL: http://www.economy.nayka.com.ua/pdf/3_2018/54.pdf (Дата звернення: 09.03.2018).

141. Онлайн Енциклопедія Кругосвет. URL: http://www.krugosvet.ru/enc/-gumanitarnye_nauki/ekonomika_i_pravo/DENGI.html?page=0,7(Дата звернення: 15.03.2018).

142. Орел Ю. Л. Нециклічна криза економіки Україні в період з 2013 по 2015 роки: причини виникнення та шляхи подолання. *Актуальні проблеми державного управління*. 2015. № 1. С. 275-279.

143. Офіційний сайт Банку Англії .URL: <http://www.bankofengland.co.uk/Pages/home.aspx> (Дата звернення: 25.03.2018).

144. Офіційний сайт Державної служби статистики. URL <http://www.ukrstat.gov.ua/> (Дата звернення: 25.03.2018).

145. Офіційний сайт Європейського центрального банку. URL: <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-a-central-bank.en.html> (Дата звернення: 25.03.2018).

146. Офіційний сайт Європейського Союзу. URL: <http://europa.eu/> (Дата звернення: 25.03.2018).

147. Офіційний сайт компанії GfK. URL: <http://www.gfk.com/ukua/rishennja/press-release/ccj-jan-2018/> (Last accessed 08.08.2017).

148. Офіційний сайт міжнародного валютного фонду. URL: <https://www.imf.org> (Дата звернення: 25.03.2018).

149. Офіційний сайт Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua> (Дата звернення: 25.03.2018).

150. Офіційний сайт Світового банку. URL: <https://www.worldbank.org/> (Дата звернення: 25.03.2018).

151. Офіційний сайт Федеральної резервної системи Сполучених Штатів Америки. URL: <http://www.federalreserve.gov> (Дата звернення 02.05.2018).

152. Парадокси монетарної політики НБУ. URL: <http://gazeta.dt.ua/macrolevel/-paradoksi-monetaranoi-politiki-nbu-.html> (Дата звернення: 25.03.2018).

153. Петрик О.І., Даниленко А.А. Інфляційне таргетування та фінансова стабільність. Перспективи для України. *Вісник Інституту економіки та прогнозування*. 2013. С. 59-64.

154. Пірог В. Мегарегулятор фінансового ринку: зарубіжний досвід та доцільність створення в Україні. *Проблеми і перспективи економіки та управління*. 2016. № 2. С. 340-345.

155. Погореленко Н. П., Пономарьов В. А Трансформаційні процеси в монетарній політиці центральних банків в умовах глобалізації. *Вісник Університету банківської справи Національного банку України*. 2014. № 1. С. 126-130.

156. Попельнюхов Р.В. Макроекономічна стабільність як фактор покращення інвестиційної привабливості. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2011. Вип. 21.6. 266-275

157. Примостка О. О. Сучасні режими монетарної політики. *Науковий вісник Херсонського державного університету*. Сер.: Економічні науки. 2016. Вип. 17(3). - С. 129-130.

158. Примостка О.О. Трансмісійний механізм: методологічні підходи. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету*. Серія : Економіка і менеджмент. 2016. Вип. 19. С. 104-107.

159. Про банки і банківську діяльність : Закон України від 7 грудня 2000 р. № 2121-III (зі змінами і доповненнями). URL: www.rada.gov.ua. (Дата звернення 02.05.2018).

160. Про Національний банк України: Закон України від 20.05.1999 №679-XVI. URL: www.rada.gov.ua. (Дата звернення 02.05.2018).

161. Про регулювання грошово-кредитного ринку: Постанова Правління Національного банку України № 154 від 02.03.2015. URL: Режим доступу: www.rada.gov.ua. (Дата звернення 02.05.2018).

162. Про регулювання Національним банком України ліквідності банків України: Постанова №259 від 30.04.2009. URL: Режим доступу: www.rada.gov.ua. (Дата звернення 02.05.2018).

163. Рамазанов С. А. Структурный анализ активных операций центральных банков. *Финансы и кредит*. 2010. №47 (431). С. 36-41.

164. Реверчук С.К. Гроші та кредит : підручник. К.: Знання, 2011. 382 с.

165. Репутационная ответственность центрального банка как основа эффективности нетрадиционной денежно-кредитной политики. URL: <http://www.polessu.by/sites/default/files/sites/default/files/02per/03document/13.pdf> (Дата звернення: 08.05.2018).

166. Ричка М. А. Вплив режимів валютно-курсової політики на економічний розвиток. *Формування ринкових відносин в Україні*. 2014. № 11. С. 7-10.

167. Романяк М. М. Фінансова стабільність: проблема інтерпретації. *Бізнес Інформ*. 2016. № 4. С. 21-26.

168. Руденко З. М. Фінансова криза в Україні 2014-2015 років: причини та інструменти регулювання. *Науковий вісник НЛТУ України*. 2015. Вип. 25.7. С. 216-221.

169. Рязанцева О. П. Денежно-кредитная политика ФРС США, Европейского центрального банка и Банка Японии в период кризиса в 2007-2009 годах. *Труд и социальные отношения*. 2010. № 7. С. 95-106.

170. Савлук С. Процентна політика центрального банку. Вісник Київського національного торговельно-економічного університету. 2018. № 2. С. 32-46.

171. Саврадим В. М. Фінансова стабільність: теоретичні обґрунтування й практичні підходи. *Наукові праці НДФІ*. 2013. Вип. 4. С. 30-37.

172. Самарцева А. Є. Моделювання ризику політики фіксованого валютного курсу в Україні. *Молодий вчений*. 2016. № 3. С. 171-174.

173. Сапачук Ю. М. Структурна трансформація сучасного фінансового ринку та фінансова нестабільність. *Вісник Академії праці і соціальних відносин Федерації профспілок України*. 2013. № 4. С. 58-62.

174. Сегеда Л. М. Грошово-кредитне регулювання у контексті ринкового реформування економіки. *Збірник тез доповідей Всеукраїнської науково-практичної конференції до 30-ти річчя факультету банківського бізнесу Тернопільського національного економічного університету*. Тернопіль: Астон, 2008. С.87-89.

175. Сегеда Л. М. Динаміка розвитку монетарної сфери через макроекономічні індикатори. *Актуальні проблеми теорії та практики менеджменту: збірник матеріалів науково-практичної конференції* (м.Сімферополь, 16-17 серпня 2013 року).

Наукове об'єднання "Economics". Сімферополь: НО "Economics", 2013. С.84-88.

176. Сегеда Л. М. Оцінка формування та шляхи оптимізації монетарного режиму в Україні. Актуальні питання економічного розвитку держави та регіонів: теоретичні і практичні аспекти: матеріали науково-практичної конференції (Львів, 16 червня 2018 року) / ГО «Львівська економічна фундація». Львів: ЛЕФ, 2018. 110-113.

177. Сегеда Л. М. Таргетування інфляції: проблемні аспекти та стратегічні переваги. *Матеріали II Міжнародної науково-практичної конференції "Дні науки - 2006"*. Том 1. Економічні науки. Дніпропетровськ: Наука і освіта, 2006. С.16-19.

178. Сегеда Л. М. Теоретико-концептуальні засади монетарної політики та регулювання грошово-кредитних відносин. *Матеріали IV Міжнародної науково-практичної конференції «Актуальні проблеми та перспективи розвитку економіки України»*. Луцьк: ВІЕМ, 2011. С.211-213

179. Сегеда Л. М. Трансмісійний механізм грошово-кредитної політики як основа впливу центрального банку на перебіг економічних процесів. *Вчені записки ТНУ ім. В.І. Вернадського*. Серія: Економіка і управління. Том 29 (68). №3. Київ: 2018. С.164-172.

180. Сегеда Л.М. Актуальні проблеми діяльності Національного банку України як основного провідника монетарної політики. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного Університету*. Серія: Економіка і менеджмент. Випуск № 24. Частина 2. Одеса, 2017. С.78-82.

181. Сегеда Л.М. Відновлення банківського кредитування реального сектору засобами грошово-кредитної політики як ключовий фактор розвитку національної економіки. *Економічний вісник Запорізької державної інженерної академії*. Випуск 3 (9). Запоріжжя, 2017, С.135-141.

182. Сегеда Л.М. Вплив монетарної політики НБУ на формування депозитів фізичних осіб. *Фінанси, облік і аудит: Науковий збірник*. Випуск 2. Київ: КНЕУ, 2003. С.133-138.

183. Сегеда Л.М. Вплив НБУ на кредитування банками реального сектору економіки. *Банківський та реальний сектор економіки: фінансово-економічні аспекти взаємодії та перспективи розвитку: збірник тез доповідей Міжнародної*

науково-практичної конференції молодих вчених, аспірантів та студентів (Тернопіль, 24 березня 2015 року). Вектор. Тернопіль, 2015. С.78-80.

184. Сегеда Л.М. Грошово-кредитна політика та економічний розвиток держави. *Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету імені Володимира Гнатюка*. Серія: економіка. №13. Тернопіль, 2002. С.58-60.

185. Сегеда Л.М. Державні банки розвитку як стимулятори інвестицій та запорука стабільності вітчизняної економіки. Банківська система України: стабілізація та драйвери зростання: збірник тез доповідей Всеукраїнської наукової інтернет-конференції (30 листопада 2017р.). Тернопіль: Вектор 2017. С.315-317.

186. Сегеда Л.М. Дієвість грошово-кредитної політики та її інструментів як важливий чинник розвитку ринкових відносин. *Вісник Тернопільського державного економічного університету*. Випуск 3. Тернопіль: Економічна думка, 2006. С.101-108.

187. Сегеда Л.М. Досвід грошово-кредитного регулювання Європейського центрального банку і перспективи його використання в Україні. *The scientific heritage (Budapest, Hungary)*. Economic sciences. VOL1, No3 (3), 2016. P.16-19.

188. Сегеда Л.М. Монетарна політика та грошово-кредитне регулювання: сутнісна характеристика та теоретичне розмежування. *Фінансова система України. Збірник наукових праць*. Острог: Видавництво Національного університету «Острозька академія», 2011. Випуск 16. С.402-409.

189. Сегеда Л.М. Напрями оптимізації монетарної політики НБУ в умовах фінансової нестабільності. *Сборник статей научно-информационного центра «Знание» по материалам XXII международной заочной научно-практической конференции: «Развитие науки в XXI веке» 2 часть*, г.Харьков: сборник со статьями (уровень стандарта, академический уровень). Харьков: научно-информационный центр «Знание», 2017. С.99-104

190. Сегеда Л.М. Напрями підвищення ефективності грошово-кредитної політики Національного банку України. *Український журнал прикладної економіки: Том 1*. № 4. Тернопіль: Економічна думка, 2016. С.109-119.

191. Сегеда Л.М. Національний банк України як базовий інститут антикризового регулювання економіки. *Українська наука: минуле, сучасне, майбутнє: Щорічник*.

Випуск 14-15 / За заг.ред. М.В.Лазаровича. Тернопіль:Економічна думка, 2010. С.233-242.

192. Сегеда Л.М. Особливості реалізації грошово-кредитного регулювання в Україні. *European journal of economics and management (Praha)*. VOL 2, Issue 5, 2016. P.54-63.

193. Сегеда Л.М. Пріоритетні цілі грошово-кредитної політики в Україні. *Вісник Тернопільської академії народного господарства*. Випуск 4. Тернопіль: Економічна думка, 2003. С.44-47.

194. Сегеда Л.М. Регулятивний вплив Національного банку України на кредитні операції банків. *Теорія і практика банківської справи у глобальному фінансовому середовищі: збірник тез доповідей Всеукраїнської Інтернет-конференції* (Тернопіль, 9 листопада 2014 року). Вектор. Тернопіль, 2014. С.28-30.

195. Сегеда, Л. М. Напрямки адаптації грошово-кредитного регулювання НБУ до режиму інфляційного таргетування на прикладі Нової Зеландії. *Економічний аналіз: зб. наук. праць* / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: О. В. Ярошук (голов. ред.) та ін. Тернопіль: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2018. Том 28. № 1. С.268-277.

196. Семитуркин О. Развитие методов исследования трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. *Экономическая политика*. 2013. № 2. С. 97-108.

197. Сердюк Л. В., Логвінова А. А. Ефективність процентної політики національного банку України за період 2008-2014 років. *Молодий вчений*. 2015. № 1(2). С. 69-73.

198. Скібіна С.О. Аналіз сучасного стану грошово-кредитної політики України. *Молодий вчений*. 2015. № 12(2). С. 154-157.

199. Словопедія. URL: <http://slovopedia.org.ua/36/53409/248473.html> (Last accessed 08.08.2017).

200. Смит Вера. Происхождение центральных банков. Ин-т национал. модели экономики. Москва, 1996.

201. Стельмах В.С., Єпіфанов А.О., Гребеник Н.І., Міщенко В.І. Грошово-

кредитна політика в Україні / за ред. В. І. Міщенко. Київ: Т-во Знання, 2000. 305 с.

202. Сухарева И., Солнцев О. Опыт Банка Норвегии: регулирование ставок денежного рынка и гибкое инфляционное таргетирование. URL: http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Analitics/NorvegBank/OS_IS.pdf (Дата звернення: 08.05.2018)

203. Теорія і практика грошового обігу та банківської справи в умовах глобальної фінансової нестабільності: монографія / за ред. д.е.н. проф. Дзюблюка О.В. Тернопіль: ФОП Осадца Ю.В., 2017. 298 с.

204. Терещенко Г.М., Клименко К. В. До питання створення мегарегулятора на фінансовому ринку України. *Фінанси України*. 2016. № 2. С. 111-127.

205. Ткаченко О.О. Грошово-кредитна політика та фінансова стійкість банківської системи України. *Управління розвитком*. 2015. № 4. С. 29-34.

206. Тлумачний словник української мови в 11 томах. URL: <http://sum.in.ua/> (Дата звернення: 12.07.2017)

207. Тобин Дж. «Экономические эссе» в 3-х томах. *Essays in Economics, 1972-1982*. 134 с.

208. Туган-Барановський М.І. Політична економія. Курс популярний. Київ: Наукова думка, 1994. 263с.

209. Усоскин В.М. Антикризисная политика центральных банков в 2007-2014 годах: цели, особенности, результаты. *Деньги и кредит*. 2015. № 6. С. 20-27.

210. Федірко М. Трансмісійний механізм монетарної політики Європейського валютного союзу. *Світ фінансів*. 2012. Вип. 4. С. 218-230.

211. Федорова Е., Безрук О. Анализ и оценка каналов распространения финансовых кризисов на развивающихся рынках. *Вопросы экономики*. 2011. № 7. С. 120-128

212. Фетисов Г. Г., Лаврушин О. И., Мамонова И. Д. Организация деятельности центрального банка: учебник/ под общ. ред. Г. Г. Фетисова. Москва: КНОРУС, 2007. 432с.

213. Фишер С., Дорнбуш Р., Шмалензи Р. Экономика: Пер. с англ. 2-го изд. М.: Дело, 2001. 829 с.:

214. Фридмен М. Количественная теория денег. Москва: Эльф-Пресс, 1996. 808 с.

215. Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал. пер. с англ. М.: Прогресс, 1993. 488 с.

216. Хэммонд Д. Практика инфляционного таргетирования. Банк Англии. URL: http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb2_9_ru.pdf. (Дата звернення 29.04.2018).

217. Центральний банк і грошово-кредитне регулювання: навч. посібник / за ред. Косової Т. Д., Папаїки О. О. Київ: Центр учбової літератури, 2011. 328 с.

218. Чирак І. М. Монетарна політика за умов фінансової нестабільності (на прикладі України): дис. канд. екон. наук : 08.00.08 / Терноп. нац. економ. ун-т. – Тернопіль : ТНЕУ, 2014. 269 с.

219. Чистов С. М.: Фінансово-бюджетна та грошово-кредитна політика. URL: <http://libr.org.ua/book/95/2721.html> (Дата звернення: 12.07.2017).

220. Шаповал Ю.І. Монетарне стимулювання економічного розвитку України: оцінки і механізми. *Економіка і прогнозування*. 2016. № 3. С. 152-156.

221. Швайко М.Л. Особливості грошово-кредитної політики України в сучасних умовах. *Соціальна економіка*. 2016. № 1. С. 82-86.

222. Шевчук В. Тенденції розвитку системи рефінансування банків. *Економіст*. 2016. № 3. С. 12-15.

223. Шинази Г. Дж. Сохранение финансовой стабильности. *Вопросы экономики (МВФ)*. 2005. № 36. 26 с.

224. Шкляр А.І. Роль центрального банку в забезпеченні фінансової стабільності: уроки світового досвіду для України. *Економіка і прогнозування*. 2013. № 4. С. 49-61.

225. Шнайдер Ф., Энсте Д. Рост теневой экономики во всём мире. *Экономическая теория преступлений и наказаний*. № 2. URL: <http://corruption.rsuh.ru/magazine/2/n2-18.shtml#1> (Дата звернення: 12.07.2017).

226. Шульга Н. Рефінансування банків України. *Вісник Київського національного торговельно-економічного університету*. 2016. № 3. С. 78-88.

227. Шумпетер Й. А. Теория экономического развития. Капитализм, социализм и демократия. пер. с англ. М.: Эксмо, 2007. 864 с.

228. Щербина О. В. Особливості механізму рефінансування НБУ в умовах фінансової нестабільності. *Інноваційна економіка*. 2015. № 2. С. 226-230.

229. Энциклопедия финансового риск-менеджмента / под ред. А.А.Лобанова. А.В. Чугунова. 2-е изд., перераб. и доп. Москва: Альпина Бизнес Букс, 2005. 878 с.
230. Ярмош В. В. Фінансова нестабільність як індикатор кризових явищ в економіці. *Управління розвитком*. 2014. № 11. С. 164-169.
231. Яценко Г.Ю. Канали та індикатори поширення кризових явищ в економіці. *Економіка України*. 2013. №6(619). С. 42-54.
232. Alloway T. Behold. The First Covered Bond to Be Sold With a Negative Yield. *Bloomberg*, 08.03.2016. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-0308/behold-the-first-covered-bond-to-be-sold-with-a-negative-yield> (Last Accessed 25.04.2016).
233. Buckland K., Nozawa S. Japan Sells 10-Year Bonds at Negative Yield For the First Time. *Bloomberg*, 29.02.2016. URL: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-02-29/japan-may-get-paid-to-borrow-for-10-years-as-yields-below-zero-il8451ti> (Accessed 25.04.2016).
234. Czech National Bank. *Financial Stability Report 2009/2010*. URL: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/financial_stability/fs_reports/fsr_2009-2010/FSR_2009-2010.pdf. (Last Accessed 25.04.2016).
235. De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Framework. URL: <https://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm> (Last Accessed 15.09.2017).
236. Deutsche Bundesbank. Report on the Stability of the German Financial System. *Monthly Report. December 2003*. URL: http://www.bundesbank.de/download/-volkswirtschaft/mba/2003/200312_en_reportfinancial_systemstability.pdf. (Last Accessed 15.09.2017).
237. Ferguson R. Should Financial Stability Be an Explicit Central Bank Objective? *Paper presented to an International Monetary Fund conference on Challenges to Central Banking from Globalized Financial Markets*, Washington, D. C. September 17, 2002. URL: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021016/default.htm> (Last Accessed: 18.02.2011).
238. Granger C., Newbold P. Spurious Regression in Econometrics. *Journal of Econometrics*. 1974. № 2. P. 111-120.

239. Hicks J.R. "Mr. Keynes and the "Classics"; A Suggested Interpretation." *Econometrica*. 1937. Vol. 5, No. 2. Pp. 147-159. URL: http://public.econ.duke.edu/~kdh9/Courses/Graduate%20Macro%20History/Readings1/Hicks_Mr.%20Keynes%20and%20the%20Classics.pdf (Last accessed 25.04.2016).
240. Kikuo I. Japan's Growth Potential and Quantitative and Qualitative Monetary Easing. *Bank of Japan*. June 3, 2014 URL: http://c3352932.r32.cf0.rackcdn.com/Bank%20of%20Japan%2036_1401788321.pdf. (Last accessed 03.10.2017)/
241. Lucas, R. E. Econometric Policy Evaluation: A Critique. *CarnegieMellon Working Paper*, Carnegie-Mellon. May 1973.
242. Mankiw N.G. Brief principles of macroeconomics, 5th ed. Cengage learning. 2009. 469 p.
243. Mishkin F. Understanding of Financial Crises: A Developing Country Perspective. *NBER Working Paper 5600*. 1996.
244. Mishkin, Frederic S. The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. 6th ed. Boston-Addison Wesley, 2001. 780 p.
245. Robert E. Wright Finance, Banking, and Money chapter 14 from the book (v. 2.0) URL: <http://2012books.lardbucket.org/pdfs/finance-banking-and-money-v2.0.pdf> (Last accessed 03.10.2017).
246. Schwab Klaus. The Global Competitiveness Report 2015–2016. *World Economic Forum* URL: http://www3.weforum.org/docs/gcr/2015-2016/Global_Competitiveness_Report_2015-2016.pdf (Last accessed 03.10.2017);
247. Swann Christopher. The consequences of negative interest rates. *CNBC*, 16.02.2016. URL: <http://www.cnbc.com/2016/02/16/the-consequences-of-negative-interest-rates-commentary.html>) (Last accessed 25.04.2016).
248. The Federal Reserve Act. URL: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/fract.htm> (Last accessed 25.04.2016).
249. The Monetary Policy of the ECB. Frankfurt am Main: ECB, 2011. P. 59. URL: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>. (Last accessed 25.04.2016).
250. The observatory of economic complexity: OEC. URL:

<https://atlas.media.mit.edu/en/> (Last accessed 20.05.2018).

251. Tobin J. *Essays in Economics. Volume 1: Macroeconomics*. Amsterdam, London, North-Holland Publishing Company, 1971, XVI p. 526 p.

252. UPDATE 1-Switzerland sells 10-year bonds at negative yield as deflation fears deepen. Reuters, 08.04.2015. URL: <http://www.reuters.com/article/swiss-treasury-idUSL5N0X52TR20150408> (Last accessed 25.04.2016).

ДОДАТКИ

Додаток А

Індикатори фінансової стабільності*

	Група індикаторів	Індикатори	Характеристика
Інфраструктура			
1.	Банки	Рентабельність активів	Відображають ключові аспекти діяльності банків та характеризують їх фінансову стійкість. Хаотичне відхилення значень даних індикаторів від середнього значення в стабільний період функціонування означатиме прояви нестабільності банківської системи
2.		Рентабельність капіталу	
3.		Прибутковість	
4.		Відношення недіючих кредитів до сукупних валових кредитів	
5.		Відношення ліквідних активів до сукупних активів	
6.		Відношення ліквідних активів до короткострокових зобов'язань	
7.		Відношення кредитів в іноземній валюті до сукупних валових кредитів	
8.	Фінансові компанії	Співвідношення активів до сукупних активів фінансової системи	Запропоновані індикатори покликані відобразити динаміку розвитку фінансових компаній
9.		Співвідношення активів до ВВП	
10.	Нефінансові корпорації	Співвідношення загального боргу до власного капіталу	Дані індикатори відображають ключові аспекти розвитку нефінансових компаній, де зростання збитковості підприємств, зняття рентабельності є ознаками нестабільності їх розвитку
11.		Рентабельність капіталу	
12.		Співвідношення кількості збиткових підприємств до загальної кількості підприємств країни	
13.	Державні установи	Дефіцит Державного пенсійного фонду	Дефіцит пенсійного фонду та зниження рентабельності ключових державних підприємств (Нафтобаз та ін.) свідчить про розбалансованість державного сектору економіки
14.		Рентабельність ключових державних підприємств	
Інститути			
15.	Уряд	Рівень податкового навантаження	Запропоновані індикатори (т.з. фіскальні індикатори) відображають фіскальну складову фінансової стабільності, порушення динаміки цих індикаторів призводить до проявів фінансової нестабільності
16.		Інвестиційний клімат	
17.		Величина внутрішнього і зовнішнього боргу	
18.		Вартість державних запозичень	
19.		Дефіцит Державного бюджету	

Продовження додатку А

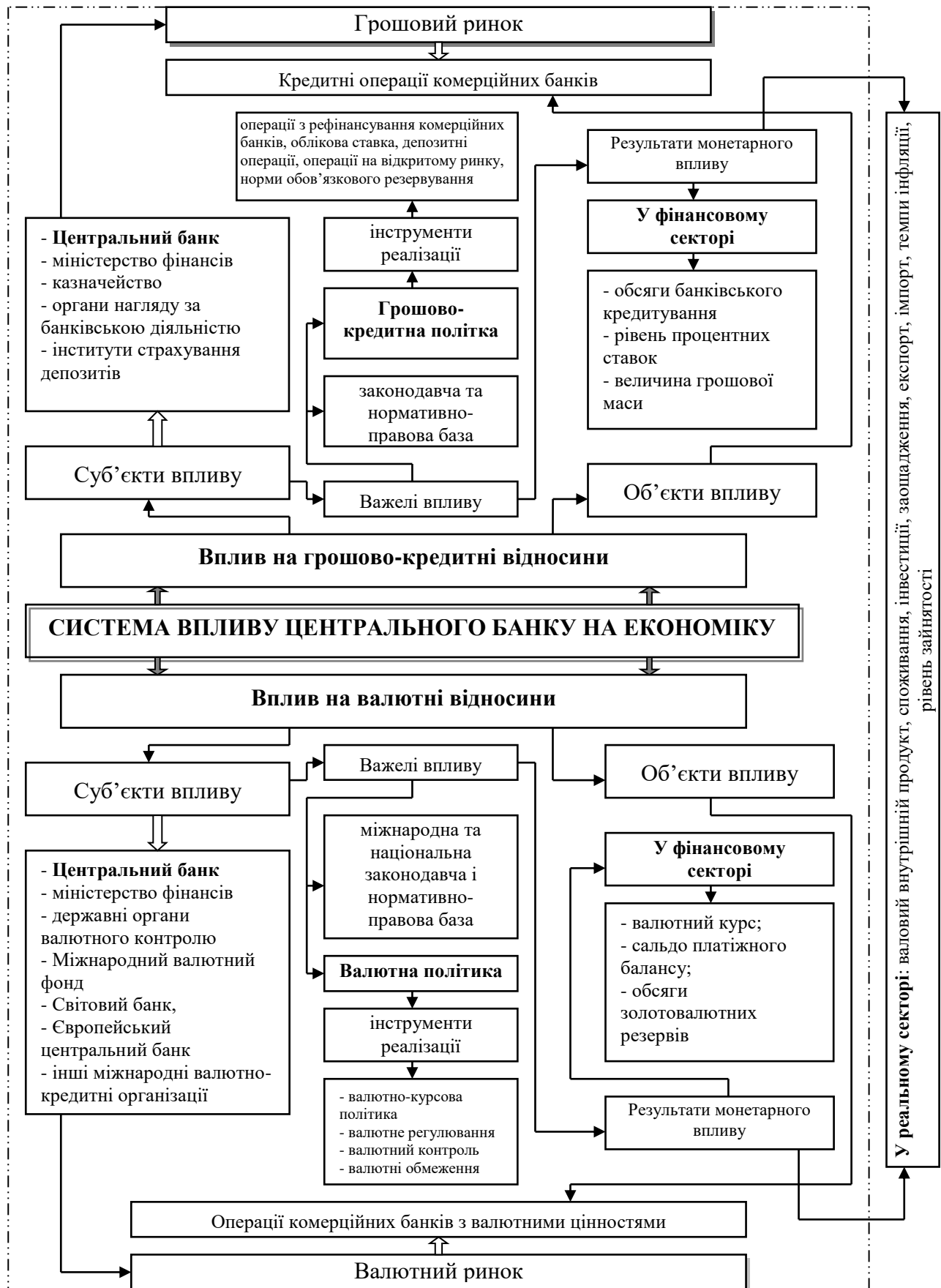
20.	Центральний банк	Динаміка облікової ставки та ставок рефінансування	Індикатори, які відображають основні напрямки діяльності центрального банку і його грошово-кредитної політики варто назвати монетарними індикаторами. Хаотичні відхилення монетарних індикаторів свідчить про фінансову нестабільність або фінансову кризу
21.		Динаміка норми обов'язкового резервування	
22.		Динаміка процентних ставок за депозитними сертифікатами	
23.		Динаміка рефінансування банків	
24.		Динаміка обсягів коштів банків розміщених в депозитні сертифікати центрального банку	
25.		Обсяги інтервенцій на валютний ринок	
26.		Динаміка грошової маси	
27.	Закони	Рівень охоплення законодавчими та регулятивними нормами фінансових ринків.	Низький рівень охоплення регулятивними нормами функціонування фінансових ринків може бути однією із причин фінансової нестабільності, а традиції ухилення від сплати податків чи повернення кредитів є причинами посилення фінансової нестабільності
28.	Традиції	Традиції сплати податків, заощадження та використання іноземної валюти	
Ринки			
29.	Кредитний ринок	Динаміка процентних ставок за кредитами на міжбанківському кредитному ринку	Запропоновані індикатори покликані відобразити напрямки розвитку кредитного, фондового, валютного, товарного та ринку нерухомості. Значні коливання даних індикаторів в ту чи в іншу сторону свідчить про прояви нестабільного функціонування ринків, що в кінцевому підсумку призводить до фінансової нестабільності.
30.		Динаміка процентних ставок за кредитами домашнім господарствам та не фінансовим корпораціям	
31.		Динаміка обсягів кредитування економіки	
32.		Доларизація кредитів	
33.		Співвідношення кредитів до ВВП	
34.	Фондовий ринок	Динаміка індексу ключових фондових бірж	
35.		Обсяг та кількість випущених облігацій підприємств	
36.		Обсяг та кількість біржових контрактів з цінними паперами	
37.	Валютний ринок	Динаміка валютного курсу	
38.		Динаміка офіційних резервних активів	
39.		Обсяги валютних операцій на міжбанківському валютному ринку	
40.		Обсяг тіньового валютного ринку	
41.	Ринок нерухомості	Ціни на житлову нерухомість	
42.	Ціни на комерційну нерухомість		

Продовження додатку А

43.		Співвідношення кредитів на житлову нерухомість до сукупних кредитів	
44.		Співвідношення кредитів на комерційну нерухомість до сукупних кредитів	
45.	Ринок товарів і послуг	Динаміка індексу споживчих цін	
46.		Динаміка індексу цін виробників продукції	
47.		Динаміка цін на товари критичного імпорту на світових ринках	
48.		Динаміка цін на товари критичного експорту на світових ринках	
49.		Динаміка цін на комунальні послуги	
50.		Динаміка торгового і платіжного балансу	

* Розроблено автором на основі [8; 17; 26; 103].

Додаток Б



Додаток В

Переваги та недоліки режимів грошово-кредитної політики*



*Складено автором на основі [74; 129]

Додаток Д

Класифікація режимів валютного курсу [166]

№ п/п	Режим валютного курсу	Характеристика
1.	Система валютнообмінних операцій без незалежного законного засобу платежу.	Країни або входять до складу валютного союзу, або «доларизовані», тобто використовують валюту інших країн.
2.	Система валютного ради.	Режим строго (жорсткого) фіксованого обмінного курсу, основні характеристики (найбільш важливою з них є ступінь покриття грошового агрегату валютними резервами) якого і рівень курсу викладено в законі або іншому документі правового характеру і не можуть змінюватися. Вимога про покриття резервами мають на увазі строгі ліміти на емісію грошей.
3.	Система звичайної фіксації курсу.	Валюта прив'язується до якоїсь іншої валюти за фіксованим курсом. У разі виникнення серйозного економічного дисбалансу прив'язку можна змінити (ревальвація або девальвація).
4.	Система звичайної прив'язки до кошика.	Валюта прив'язується до кошика валют двох або декількох країн. Питома вага кожної з валют зазвичай вибирається в залежності від міцності економічних зв'язків з різними країнами.
5.	Фіксований обмінний курс в межах горизонтального коридору.	Обмінний курс встановлюється як під впливом ринкових сил, так і в результаті інтервенцій. Він може коливатися в межах горизонтального коридору, але як тільки ринкові сили зрушують його в бік тієї чи іншої межі коридору, центральний банк зобов'язаний втрутитися, щоб утримати курс в коридорі.
6.	«Повзуча прив'язка».	Автоматична девальвація / ревальвація валюти відбувається за формулою, в якій зазвичай використовуються інфляційні диференціали в якості орієнтирів.
7.	Повзучий коридор.	Валюта може вільно переміщатися в межах коридору. Його межі з обох сторін встановлюються за правилом (зазвичай з посиленням на інфляційні диференціали). У разі занадто різкої зміни обмінного курсу і досягнення межі коридору центральний банк зобов'язаний втрутитися.
8.	Керований плаваючий обмінний курс без заданого коридору обмінного курсу.	Обмінний курс визначається ринком. Однак центральний банк втручається на свій розсуд з наміром вплинути на обмінний курс.
9.	Незалежний плаваючий курс.	Обмінний курс визначається валютним ринком. Центральний банк не має цільового обмінного курсу і не втручається з наміром вплинути на курс.

Додаток Е

Характеристика нетрадиційних каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики

Канал	Представники	Сутність каналу	Коментар дисертанта
Канал добробуту	Ф. Модільяні, А.Ендо	Добробут домогосподарств виступає як детермінант споживчих витрат і носить циклічний характер. Циклічність своїми діями створюють самі центральні банки, гілки державної влади, великий бізнес і пересічні інвестори, реагуючи на демографічні, соціально політичні та технологічні фактори. Зміна процентної ставки впливає на цінність довгострокових фінансових активів, в яких розміщуються заощадження.	Добробут домогосподарств згідно з твердженням вчених залежить від динаміки зміни процентної ставки, яка впливає на цінність довгострокових фінансових активів, в яких розміщуються заощадження, а, отже, канал добробуту поєднує в собі два традиційних канали монетарної трансмісії: процентний канал і канал зміни цін на активи. З іншого боку канал добробуту за своєю суттю відображає кінцевий результат зміни процентної ставки, а тому може вважатися ефектом добробуту, а не каналом, який передбачає напрямок зміни монетарного індикатора.
Балансовий канал	І.Фішер, Б.Бернанке, М.Гертлер	Погіршення стану балансів економічних агентів (зниження вартості активів) призводить до зменшення кредитних потоків і, відповідно, сукупного попиту в короткостроковому періоді і сукупної пропозиції в довгостроковому. Відзначимо, що погіршення балансів володіє сильною зворотним зв'язком, тому що скорочення продажів і зайнятості призводить до подальшого ослаблення грошових потоків та зменшення вживання в майбутньому.	Даний канал також відображає ефект зміни цін на активи, а не саму зміну цін на активи шляхом зміни ставок грошового ринку як монетарних індикаторів. Таким чином, балансовий канал І.Фішера, Б.Бернанке та М.Гертлера не може вважатися каналом трансмісійного механізму грошово-кредитної політики за своєю суттю, а є лише балансовим ефектом традиційного каналу – каналу зміни цін на активи.
Канал фінансового акселератора	Б. Бернанке, М. Гертлер, С. Гілкріст	Фінансовий акселератор працює через чисте багатство позичальника. Зниження ставок збільшує чисте багатство компанії (сума вартості ліквідних і застава вартість неліквідних активів), оскільки збільшується вартість активів позичальника. Це призводить до того, що поліпшується кредитоспроможність позичальника і при інших рівних умовах обсяг кредитів, одержуваних позичальником, може вирости. А зростання кредитів веде до збільшення інвестицій, що фінансуються фірмою, отже, до збільшення випуску.	Так званий канал фінансового акселератора також відображає один із ефектів впливу традиційного процентного каналу і каналу зміни цін на активи на вартість активів фірм. Оскільки його суть зводиться до встановлення залежності між збільшенням вартості фірми і збільшення випуску, то він не відображає напрямку прямого впливу зміни монетарного індикатора на макроекономічну зміну, а лише один із ефектів, який не завжди залежить від зміни монетарного індикатора (на вартість фірми впливає її інноваційність, масштаб і ефективність діяльності).

Продовження додатку Е

Канал споживання	Р. Брумберг Ф. Модільяні А. Ендо	<p>Зміна в споживанні внаслідок зміни відносних цін в економіці розкладається на два ефекти: ефект багатства і ефект заміщення. Напрямок ефекту заміщення завжди «негативний», тобто у відповідь на зростання (відносної) ціни товару споживач знижує його споживання. І тому при зниженні ставки відсотка бюджетне обмеження стає більш пологим і має місце підвищення сьгоднішнього споживання домогосподарством, і навпаки.</p> <p>Напрямок ефекту багатства в загальному є не визначеним і залежить від уподобань агента, а також умов щодо його первісного багатства. Передбачається, що стимулююча монетарна політика підвищить попит агентів на активи з огляду на те, що у агентів на руках виявиться більше коштів, і вони будуть прагнути їх витратити, в тому числі і на ринках різних активів. Це призведе до зростання цін активів. Наслідком зростання цін на активи буде збільшення фінансового багатства домогосподарства, що підвищить величину ресурсів, доступних для споживання, і буде стимулювати споживання агента і, як наслідок, підвищить сукупний попит.</p>	<p>Виокремлення каналу споживання трансмісійного механізму грошово-кредитної політики зумовлена необхідністю аналізу впливу її інструментів та наслідків зміни монетарних індикаторів на динаміку споживання. Канал споживання об'єднує в собі два ефекти зміни відсоткової ставки – ефект заміщення і ефект багатства, що відображає один із напрямків впливу традиційного процентного каналу монетарної трансмісії на споживання і сукупний попит.</p>
Канал прийняття ризику	Л.Гамбакорта, Е. Алтунбас, Д.Маркес-Ібанес	<p>Суть даного каналу полягає в тому, що зниження процентних ставок збільшує ціни і заставну вартість активів, так як майбутні грошові потоки дисконтуються за нижчим відсотком, і цей процес трансформується в більш позитивну оцінку очікуваних ризиків. Як наслідок банки збільшують видачу нових позик, при цьому знижуються стимули банків щодо детального аналізу кредитоспроможності позичальників. Зниження ставок робить короткострокові кошти дешевшими, і це, разом з низькими доходами на державні цінні папери, може вплинути на бажання банків прийняти на себе більше ризиків. Так як розмір процентних ставок є відображенням очікуваної прибутковості, то зниження ставок означає більш низькі доходи в майбутньому. Отже, низькі ставки стимулюють банків брати на себе більше ризиків для отримання більшого доходу.</p>	<p>Канал прийняття ризику не може вважатися каналом трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, адже він, як і більшість новітніх каналів монетарної трансмісії відображає лише окремий ефект традиційного каналу, в даному випадку – негативний ефект процентного каналу. Варто погодитися з авторами і прихильниками так званого каналу прийняття ризику про те, що зниження процентних ставок окрім стимулюючого впливу на динаміку кредитування і номінального ВВП може мати негативний вплив на ризиковість кредитних операцій банків, що є одним із ефектів впливу процентного каналу на функціонування банківської системи, який безумовно потрібно враховувати центральним банкам при аналізі ефективності трансмісійного механізму грошово-кредитної політики.</p>

Продовження додатку Е

Депозитний канал	І. Дречслер, А. Савов, П. Счнабл	Сутність даного каналу описана на основі банківської системи США. Так, зростання ставки за федеральними фондами в США призводить до відтоку депозитів з банківської системи внаслідок нерівномірного збільшення спредів за різними видами депозитів. Дані по США вказують на те, що відсоток за високоліквідним депозитами до запитання збільшується в більшій мірі, ніж відсоток за строковими депозитами, що приносить процентний дохід. Як наслідок, строкові депозити стають більш дорогими з точки зору зберігання, ніж ліквідні активи. Відповідно до моделі І.Дречслера, А. Савова, П. Счнабла економічні агенти переключаються з володіння депозитами на користь зберігання готівки і далі переводять готівку в більш дохідні, але менш ліквідні активи, наприклад, акції та облігації, які перебувають в обігу на вторинному ринку. В результаті має місце зниження кредитування, інвестицій і випуску	Як і в інших новітні канали трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в основі депозитного каналу покладено певну частину традиційного процентного каналу, яка відображає ефекти впливу зміни ключової процентної ставки центрального банку на динаміку банківських депозитів. Авторами підтверджується залежність зростання процентної ставки центрального банку і обсягів трансформації банківських депозитів в менш ліквідну форму (акції та облігації), що призводить до зниження кредитування, інвестицій і випуску. З точки зору аналізу ефективності трансмісійного механізму грошово-кредитної політики такий ефект процентного каналу потрібно обов'язково враховувати. Однак, при цьому варто зауважити, що він повністю реалізується в розвинутих країнах, де функціонує розвинутий фондовий ринок, в країнах, що розвиваються фондовий ринок заміняється валютним.
------------------	--	---	--

Drechsler I., Savov A., and Schnabl P., "The deposits channel of monetary policy," *Available at SSRN*, 2014

Влияет ли монетарная политика на принятия рисков банками / Е.Алтунбас, Л.Гамбакорта, Д.Маркез-Ибанез / Апрель 2011/46 стр.

Мехдиев Х.О. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики: канал принятия риска // Экономика, Статистика и Информатика / Вест- ник УМО. – Ст. 67-70.

Додаток Ж

Теоретичні підходи до розуміння сутності трансмісійного механізму грошово-кредитної політики

Автори визначення	Сутність	Коментар дисертанта
Європейський центральний банк	процес, за допомогою якого рішення грошово-кредитної політики впливають на економіку в цілому та на рівень цін, зокрема ² .	Автори досить спрощено підходять до пояснення суті трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, відображаючи у своїх визначеннях просту передачу імпульсів монетарних інструментів на певні макроекономічні змінні, однак не зазначають ані цілей грошово-кредитної політики, ані ефектів дії інструментів, ані каналів, за допомогою яких доносяться такі цілі. Виходить, що механізм політики (а політика має конкретні цілі) діє сам по собі, хаотично передає імпульси.
Тейлор Дж.	процес досягнення змін у монетарній політиці, що потягнуть за собою зміни доходів та рівня інфляції ³	
Унковська Т.Є	процесу послідовної передачі імпульсів грошово-кредитної політики центрального банку на макроекономічні змінні ⁴ ,	
П.В.Каллаур, В.Н.Комков та В.А.Черноокий	сукупність ланцюгових макроекономічних змінних, за якими передається вплив змін у грошово-кредитній політиці ⁵ .	
Кр. Пасс, Б.Лоуз та Л.Девісу	процес, за допомогою якого конкретний політичний інструмент (наприклад, процентна ставка) через економічну систему, впливають на визначені й цільові показники (наприклад, показник інфляції) ⁶ .	В цьому визначенні присутній елемент цілевказання (показник інфляції), однак виокремлюється лише один із інструментів, а за яких умов головним буде саме той конкретний інструмент не вказано.

² <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>

³ Taylor J.B. The monetary transmission mechanism: an empirical framework // Journal of economic perspectives. – 1995. – Vol.9. - № 4. – 11-26р.

⁴ Унковська Т.Є. Трансмісійний механізм монетарної політики в контексті економічного зростання // Економіка і прогнозування. – 2004. – № 2. – С. 89 – 100.

⁵ Каллаур П.В., Комков В.Н., Черноокий В.А. Механізм транс миссии денежно-кредитной политики в экономике республики Беларусь // Белорусский экономический журнал. – 2005. – № 3. – С. 4 – 16.

⁶ Collins Dictionari of economics / Christopher Pass, Bryan Lowes, Leslie Davies. - 2nd ed. - Harper Collins Publishers, 1988, 750p.

Продовження додатку Ж

Ж. Боїн, М.Т. Кілі Ф.С. Мішкін	неокласичні зв'язки між короткостроковими процентними ставками, іншими активами, такими як довгострокові кредити, довгострокові процентні ставки, ціни акцій та обмінний курс, а також наслідки для населення і попит на бізнес, що дозволяють залишатися економіку стабільною за умови ранньої зорієнтованості на політику моделей. ⁷	Дане визначення відображає і підтверджує наявність взаємозв'язків короткострокових процентних ставок, однак не описує характер таких взаємозв'язків у вигляді конкретного цілеспрямованого механізму.
Національний банк України	процес передачі змін у використанні інструментів монетарної політики центрального банку на фінансовий сектор економіки, а у подальшому – на макроекономічні змінні на основі використання певних каналів і зв'язків прямої та зворотної дії ⁸ .	Запропоновані визначення за своєю суттю є найширшими, адже відображають процес впливу всіх інструментів грошово-кредитної політики (хоча і не перелічують їх) через певні канали прямої і зворотної дії на макроекономічні змінні.
В.І.Міщенко	механізм передачі імпульсів інструментів грошово-кредитної політики центрального банку на економічні змінні, починаючи з впливу на фінансовий сектор, а надалі через складну сукупність каналів прямої та зворотної дії на макроекономіку в цілому ⁹ , але перш за все, на основні макроекономічні показники, цінову динаміку, стан грошового ринку та економічне зростання ¹⁰	Заслугою авторів даних визначень є те, що вони враховують зворотну дію каналу, однак, на наш погляд, зворотна дія каналу на інструмент грошово-кредитної політики чи монетарний індикатор відображає не що інше як ефект впливу інструмента на макроекономічну змінну, адже канал впливу інструментів є прмий, оскільки використовується центральним банком для змін того чи іншого макропоказника і досягнення тієї чи іншої цілі.
М. І. Макаренко	трансмісійний механізм покликаний передавати зміни у грошово-кредитній політиці центрального банку до фінансового сектору економіки, а також спрощувати застосування сукупності каналів та зв'язків прямої і оберненої дії ¹¹ .	
М.М. Федірко	сукупність передавальних ланок (прямої і зворотної зміни), через які монетарні імпульси впливають на економіку ¹² .	

⁷Jean Boivin, Michael T. Kiley, and Frederic S. Mishkin How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time? (2010). Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, DC Веб 29 березня 2016 р.
<https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2010/201026/201026pap.pdf>

⁸ Глосарій банківської термінології. - Офіційний сайт Національного банку України / [Електронний ресурс] https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=123451

⁹ Монетарний трансмісійний механізм в Україні: Науково-аналітичні матеріали. Вип. 9 / В.І. Міщенко, О.І. Петрик, А.В. Сомик, Р.С. Лисенко та ін. – К.; Національний банк України. Центр наукових досліджень, 2008. – 144 с. (С.5)

¹⁰ Міщенко В.І., Міщенко С.В. Удосконалення дії каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в Україні в умовах переходу до таргетування інфляції. В.І. Міщенко, С.В. Міщенко [Електронний ресурс]. – 2015. – Режим доступу: <https://irbis-nbuv.gov.ua> 4

¹¹ Макаренко М. І. Вразливість механізму монетарної трансмісії до макроекономічних шоків // Електронне наукове фахове видання «Ефективна економіка» / [Електронний ресурс] http://www.economy.nauka.com.ua/pdf/1_2018/4.pdf

¹² М. Федірко. Трансмісійний механізм монетарної політики Європейського валютного союзу // Світ фінансів 2012 №4 С. 218-230

Додаток 3

Ретроспективний аналіз цілей ГКП НБУ та особливостей її реалізації*

Ціль	Особливості
2001	
Забезпечення стабільності національної грошової одиниці	реалізовувалась згідно потреб забезпечення стабільності внутрішніх цін, збереження визначеного орієнтиру курсових значень гривні щодо іноземних валют, необхідності створення сприятливих умов для залучення інвестицій в економіку держави.
2002	
Забезпечення стабільності гривні (як монетарної передумови для економічного зростання і підтримки високого рівня зайнятості населення)	спрямовувалась на забезпечення більш надійної стабільності грошової одиниці, подальше зниження рівня інфляції, поліпшення структури грошової маси, розширення сфери застосування безготівкової форми розрахунків, зростання обсягів валютних резервів НБУ, забезпечення економічно обґрунтованого рівня обмінного курсу гривні, підвищення ефективності ГКП.
2003	
Забезпечення стабільності гривні (як монетарної умови сталих темпів економічного розвитку)	збереження основних принципів і механізмів реалізації ГКП, які використовувалися в попередні роки, із спрямуванням їх на закріплення досягнутих результатів щодо цінової стабільності та відповідної стабільності грошово-кредитного ринку і банківської системи в цілому.
2004	
Підтримка стабільності гривні (як монетарної передумови поступового переходу до розвитку на інноваційно-інвестиційній основі)	Напряма на розгорнуте таргетування стабільності грошової одиниці, яке передбачає постійний моніторинг динаміки цін на товари та послуги, обмінного курсу та процентних ставок, їх співвідношення. Паралельно створюються умови для поступового переходу до таргетування інфляції. ГКП спрямована на підтримку стабільності внутрішніх цін, динаміки реального ефективного курсу гривні та темпів зростання пропозицій грошей в економіку в межах, що забезпечуватимуть виконання основної мети.
2005	
Підтримка стабільності гривні (як монетарної передумови і фактору економічного зростання на інвестиційно-інноваційній основі з урахуванням можливих коливань зовнішньої і внутрішньої кон'юнктури і змін в інституційному середовищі)	Напрями на підтримання стабільності грошової одиниці з урахуванням взаємопов'язаної динаміки рівня інфляції, обмінного курсу та процентних ставок. Формування передумов для переходу до таргетування інфляції. Індекс споживчих цін - пріоритетний орієнтир ГКП. Вплив на динаміку обмінного курсу підпорядковується завданням підтримання цінової і фінансової стабільності. Монетарна база і грошова маса використовуються як проміжні орієнтири у вирішенні завдань забезпечення стабільності грошової одиниці.
2006	

Продовження додатку 3

Забезпечення стабільності грошової одиниці України (як монетарної передумови збалансованого соціально-економічного розвитку)	<p>Напряма на кероване зростання грошової пропозиції відповідно до зростанням реального ВВП та підвищення рівня монетизації економіки, використовуючи інструменти ГКП для регулювання грошового обігу, підтримки рівноваги між попитом і пропозицією на грошовому ринку та розширення фінансових можливостей інноваційно-інвестиційного зростання.</p> <p>Основні зусилля - перехід до таргетування інфляції, що сприятиме укріпленню довіри до гривні та банківської системи, прозорості ГКП, удосконаленню структури грошового обігу, розвитку кредитування суб'єктів господарювання та домогосподарств. З цією метою провадитиметься робота щодо використання розрахунку показника базової інфляції, як найбільш чутливого до зміни пропозиції грошей</p>
2007	
Підтримка стабільності гривні	<p>Орієнтація на необхідність поступового переходу до монетарного режиму на основі цінової стабільності, що передбачає створення низки умов, серед яких: макроекономічна та фінансова збалансованість, поступовий перехід до режиму вільного плавання обмінного курсу, достатній розвиток ринку цінних паперів, трансмісійних механізмів, комунікації центрального банку із суб'єктами господарювання і населенням.</p> <p>Зміна рошової маси не має статусу монетарної цілі.</p>
2008	
Утримання стабільності національної грошової одиниці (як важливої передумови фінансової і макроекономічної рівноваги та сталого соціально-економічного розвитку країни)	<p>Необхідність поступового переходу до монетарного режиму, що ґрунтується на ціновій стабільності. Основні завдання ГКП визначалися з урахуванням нестабільності на світових фінансових ринках. Основним завданням валютно-курсової політики - сприяння стабільності національної грошової одиниці шляхом впливу на її курсову складову.</p>
2009	
Забезпечення стабільності національної грошової одиниці (що є основою для досягнення головних стратегічних цілей, які полягають у підтримці стійкого і збалансованого економічного розвитку, а також підвищенні зайнятості, реальних доходів та стандартів життя населення)	<p>Створення макроекономічних, фінансових та інституційних умов для переходу до монетарного режиму, що ґрунтується на ціновій стабільності, внутрішніми аспектами якої є забезпечення цінової стабільності, головним критерієм якої слугуватиме динаміка індексу споживчих цін. Зовнішні аспекти стабільності національної грошової одиниці розглядалися з точки зору утримання обмінного курсу гривні в певних межах та забезпечення умов функціонування валютного сегменту ринку, що мінімізують вплив зовнішніх шоків фінансового характеру. Такі критерії можуть бути забезпечені через використання режиму керованого плавання обмінного курсу (з переходом у перспективі до режиму вільного плавання обмінного курсу).</p>
2010	
Забезпечення стабільності грошової одиниці (що є основою для забезпечення збалансованого економічного розвитку, підвищення рівня зайнятості та реальних доходів населення)	<p>Внутрішніми аспектами стабільності гривні були сприяння забезпеченню цінової стабільності, головним критерієм якої слугувала динаміка індексу споживчих цін. Застосування гнучких механізмів курсоутворення мало сприяти поступовій втраті обмінним курсом статусу якоря грошово-кредитної політики. Ключове значення мало мати забезпечення стійкості фінансової системи, що розглядалось як пріоритет ГКП</p>

Продовження додатку 3

2011	
Досягнення та підтримка цінової стабільності в державі (критерієм якої слугуватиме динаміка індексу споживчих цін)	<p>Пріоритетом діяльності НБУ є сприяння зниженню темпів зростання споживчих цін.</p> <p>Цілям забезпечення цінової стабільності відповідає посилення ролі процентної політики в регулюванні грошово-кредитного ринку.</p> <p>Валютно-курсова політика передбачає поетапне пом'якшення регуляторних обмежень та поступове підвищення курсової гнучкості гривні в міру відновлення фінансової системи країни, нівелювання диспропорцій платіжного балансу, сталого розвитку валютного ринку та стійкого зростання попиту на національну валюту.</p> <p>Особлива увага приділяється підтриманню загальної фінансової стабільності за рахунок укріплення довіри до банківської системи.</p> <p>Проміжними орієнтирами проведення грошово-кредитної політики залишаються монетарні критерії ефективності й індикативні цілі, передбачені програмою «Стенд-бай» МВФ.</p>
2012	
Досягнення та підтримки цінової стабільності в державі	<p>Критерієм цінової стабільності є поступове зниження приросту індексу споживчих цін до 5-6 % у 2014 р. з подальшим його утриманням у межах 3-5 %.</p> <p>Вагомою залишалася роль кількісних показників грошової пропозиції як проміжних орієнтирів грошово-кредитної політики.</p> <p>Поетапне зняття регулятивних обмежень на валютному ринку України має узгоджуватися з темпами економічного зростання, рівнем конкурентоспроможності вітчизняної продукції, зниженням доларизації економічних відносин та посиленням стійкості національної фінансової системи. Офіційний курс гривні до долара США встановлюватиметься на підставі її котирувань на міжбанківському ринку, сприяючи формуванню в суспільстві об'єктивної оцінки валютних ризиків.</p>
2013	
Пріоритетність досягнення цінової стабільності	<p>Реалізація грошово-кредитної політики в 2013 та подальших роках має здійснюватися на засадах використання основних елементів монетарного режиму інфляційного таргетування, яким передбачається провідна роль процентних ставок як головних інструментів та операційних орієнтирів грошово-кредитної політики. До набуття процентної політики належного ступеня дієвості важливими монетарними орієнтирами залишаються кількісні показники обсягу монетарної маси.</p> <p>Поступове підвищення курсової гнучкості гривні має узгоджуватися з темпами економічного зростання. Зберігається присутність НБУ на міжбанківському валютному ринку.</p>
2014	
Досягнення та підтримка цінової стабільності в державі	<p>Економічні та політичні загрози, яких зазнала Україна на початку року, вимагають вжиття радикальних та нестандартних заходів у напрямі відновлення макроекономічної та фінансової стабільності в державі, а також проведення економічних і соціальних реформ.</p> <p>Подальшому вдосконаленню процентних важелів впливу сприятиме використання системи гнучкого (плаваючого) обмінного курсу гривні. Офіційний курс гривні до долара США встановлюється на рівні середньозваженого курсу за операціями з купівлі та продажу безготівкового долара на внутрішньому ринку країни, що передбачає мінімізацію участі НБУ на міжбанківському ринку.</p>

Продовження додатку 3

2015		
Досягнення стабільності	цінової	<p>Економічні, соціальні та політичні виклики, яких зазнала Україна у 2014-2015 рр., зумовили значні ризики стосовно подальшого розвитку економіки та фінансових ринків. За таких умов проведення грошово-кредитної політики</p> <p>упродовж найближчих років виходитиме з необхідності сприяння поступовому зниженню темпів інфляції, маючи на меті досягнення середньострокової інфляційної цілі до 2018 року.</p> <p>Досягненню середньострокової цілі сприятиме передбачений на другу половину 2015 року перехід до монетарного режиму інфляційного таргетування. Запровадження цього режиму призведе до зниження ролі кількісних орієнтирів динаміки грошової пропозиції: в подальшому вони повністю втратять статус операційних цілей грошово-кредитної політики і розглядатимуться лише як індикатори стану грошово-кредитного ринку. Реалізація грошово-кредитної політики базуватиметься на контролі процентних ставок грошового ринку через використання базової ставки НБУ, яка буде головним інструментом грошово-кредитної політики та доповнюватиметься постійно діючими кредитним та депозитним механізмами овернайт.</p>
2016		
-	-	-
2017		
Пріоритетна ціль грошово-кредитної політики полягає в зниженні інфляції (за індексом споживчих цін) до рівня однозначного показника та утримання її на такому рівні в середньостроковій перспективі.		<p>Іншими завданнями Національного банку, що уособлюють виконання його основної функції є: сприяння в межах повноважень фінансовій стабільності, у тому числі стабільності банківської системи за умови, що це не перешкоджає досягненню пріоритетної цілі; сприяння дотриманню стійких темпів економічного зростання та підтримка економічної політики Уряду України за умови, що це не перешкоджає досягненню цілей щодо цінової та фінансової стабільності. У разі досягнення зазначених цілей забезпечення фінансової стабільності разом із підтримкою стійких темпів економічного зростання може бути факторами і навіть передумовами забезпечення цінової стабільності держави.</p> <p>Реалізація грошово-кредитної політики ґрунтуватиметься на таких основних принципах: пріоритетність досягнення та підтримки цінової стабільності в державі; Національний банк дотримуватиметься режиму плаваючого обмінного курсу. Однією з цілей валютних інтервенцій є згладжування надмірної волатильності обмінного курсу. У міру відновлення стабільного функціонування валютного ринку, Національний банк поступово зменшуватиме свою присутність на ньому та послаблюватиме заходи адміністративного регулювання; перспективний характер прийняття рішень, які мають ґрунтуватися на макроекономічній основі та сприяти економічному зростанню. Рішення щодо параметрів грошово-кредитної політики ґрунтуватимуться на комплексному макроекономічному аналізі та прогнозі; прозорість діяльності Національного банку. Детальні роз'яснення дій Національного банку та причин, які їх зумовили, надаватимуться учасникам ринку на регулярній основі під час підготовки та відразу після ухвалення відповідного рішення; інституційна, фінансова, та операційна незалежність, яка використовуватиметься Національним банком для виконання своєї основної функції щодо забезпечення стабільності грошової одиниці України.</p>

2018	
<p>Цінова стабільність – пріоритетна ціль грошово-кредитної (монетарної) політики Національного банку</p>	<p>Національний банк продовжить реалізовувати грошово-кредитну (монетарну) політику в рамках режиму інфляційного таргетування. Його основною ціллю є забезпечення стабільності грошової одиниці України шляхом досягнення та підтримки цінової стабільності в державі. Збереження купівельної спроможності гривні відбувається завдяки підтримці в середньостроковій перспективі (від трьох до п'яти років) низьких, стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін. Це сприятиме зростанню реального ВВП відповідно до прогностичних показників Уряду України та Національного банку в середньостроковій перспективі.</p> <p>Для збалансованого досягнення своїх цілей Національний банк дотримуватиметься таких основних принципів реалізації грошово-кредитної (монетарної) політики: пріоритетність досягнення та підтримки цінової стабільності в державі; дотримання режиму плаваючого обмінного курсу; перспективний характер прийняття рішень, які мають ґрунтуватися на макроекономічній основі та сприяти економічному зростанню. Рішення щодо параметрів грошово-кредитної (монетарної) політики ґрунтуватимуться на комплексному макроекономічному аналізі та прогнозі; інституційна, фінансова та операційна незалежність, яка використовуватиметься Національним банком для виконання своїх функцій; прозорість та підзвітність діяльності Національного банку.</p> <p>Для стабілізації інфляційних та валютно-курсних очікувань і досягнення пріоритетної цілі Національний банк проводитиме послідовну, підзвітну та прозору грошовокредитну (монетарну) політику</p> <p>Політика цінової стабільності та гнучкого обмінного курсу розглядається як фундаментальні передумови процесу дедоларизації та підвищення на цій основі фінансової стабільності та ефективності монетарної трансмісії.</p> <p>В умовах превалювання проінфляційних чинників утримання інфляції на рівні цілі потребуватиме від Національного банку збереження помірно жорсткої грошово-кредитної (монетарної) політики.</p>

* Побудовано автором на основі щорічних даних [149].

Додаток К

Структура грошової маси

Таблиця К1

Структура грошової маси в розрізі агрегатів та темп їх росту за 2010-2018 рр.*

рік	M0	M1	M2	M3	Темп приросту			
					M0	M1	M2	M3
01.01.2010	157029	233748	484772	487298	101,47%	103,83%	94,58%	94,49%
01.01.2011	182990	289894	596841	597872	116,53%	124,02%	123,12%	122,69%
01.01.2012	192665	311047	681801	685515	105,29%	107,30%	114,23%	114,66%
01.01.2013	203245	323225	771126	773199	105,49%	103,92%	113,10%	112,79%
01.01.2014	237777	383821	906236	908994	116,99%	118,75%	117,52%	117,56%
01.01.2015	282947	435475	955349	956728	119,00%	113,46%	105,42%	105,25%
01.01.2016	282673	472217	993812	994062	99,90%	108,44%	104,03%	103,90%
01.01.2017	314392	529928	1102391	1102700	111,22%	112,22%	110,93%	110,93%
01.01.2018	332546	601631	1208557	1208859	105,77%	113,53%	109,63%	109,63%

*Розраховано автором за даними [149]

Таблиця К2

Структура грошової маси в розрізі агрегатів та темп їх росту за 2010-2018 рр.*

Рік	M0/M3	M1/M3	Рівень поточних депозитів
01.01.2010	32,22%	47,97%	15,75%
01.01.2011	30,61%	48,49%	17,88%
01.01.2012	28,11%	45,37%	17,26%
01.01.2013	26,29%	41,80%	15,51%
01.01.2014	26,16%	42,22%	16,06%
01.01.2015	29,57%	45,52%	15,95%
01.01.2016	28,44%	47,50%	19,06%
01.01.2017	28,51%	48,06%	19,55%
01.01.2018	27,51%	49,77%	22,26%

*Розраховано автором за даними [149]

Додаток Л

Таблиця Л1

Динаміка кредитів рефінансування та облікової ставки*

Показник	Усього наданих кредитів рефінансування, млрд. грн.	Облікова ставка
01.01.2009	161,3	10,25
01.01.2010	59,8	7,75
01.01.2011	70,4	7,75
01.01.2012	40,4	7,5
01.01.2013	33,6	6,5
01.01.2014	14,6	14,0
01.01.2015	61,4	22,0
01.01.2016	51,3	14,0
01.01.2017	72,9	14,5
01.01.2018	60,8	16,09

*Розраховано автором за даними [149]

Таблиця Л2

Динаміка та структура кредитів рефінансування, наданих у формі постійно діючих інструментів НБУ, % за період 2009–2018 рр.*

Період	Кредити овернайт,	Операції РЕПО	Кредити, надані на тендерах	Стабілізаційні кредити	Інші механізми
01.01.2009	54,1	13,6	9	0,9	22,4
01.01.2010	19,8	0,7	1,9	18,7	57,8
01.01.2011	3,5	2,1	8,7	20,2	65,5
01.01.2012	27,5	20,3	51,1	-	1,1
01.01.2013	25,6	31,3	40,0	3,1	-
01.01.2014	27,2	21,2	47,2	4,5	-
01.01.2015	54,2	0,3	35,4	-	10,1
01.01.2016	4,2	3,4	7,9	12,3	72,2
01.01.2017	2,3	2,3	17,5	-	13,7

*Розраховано автором за даними [149]

Динаміка процентних ставок рефінансування банків НБУ за 2009-2018 рр.*

Період	Середньозважена ставка за всіма інструментами	У тому числі					
		кредити, надані шляхом проведення тендера	кредити овернайт	операції репо	стабілізаційні кредити	інші короткострокові кредити	інші довгострокові кредити під програми фін. оздоровлення
01.01.2009	16,70	20,60	18,1	21,6			
01.01.2010	11,62	11,12	11,27	9,36	-	-	-
01.01.2011	12,39	12,52	9,40	12,63	0,00	-	-
01.01.2012	8,13	7,69	8,76	7,89	9,5	-	-
01.01.2013	7,15	6,76	7,63	6,93	8,9	-	-
01.01.2014	15,57	15,77	15,47	8,1	-	19,87	17,4
01.01.2015	25,22	24,7	25,21	24,03	-	-	26,03
01.01.2016	17,36	17,73	18,55	-	-	-	16,00
01.01.2017	15,92	15,72	16,03	-	-	-	-
01.01.2018	16,09	15,74	16,2	-	-	-	-

*Розраховано автором за даними [149]

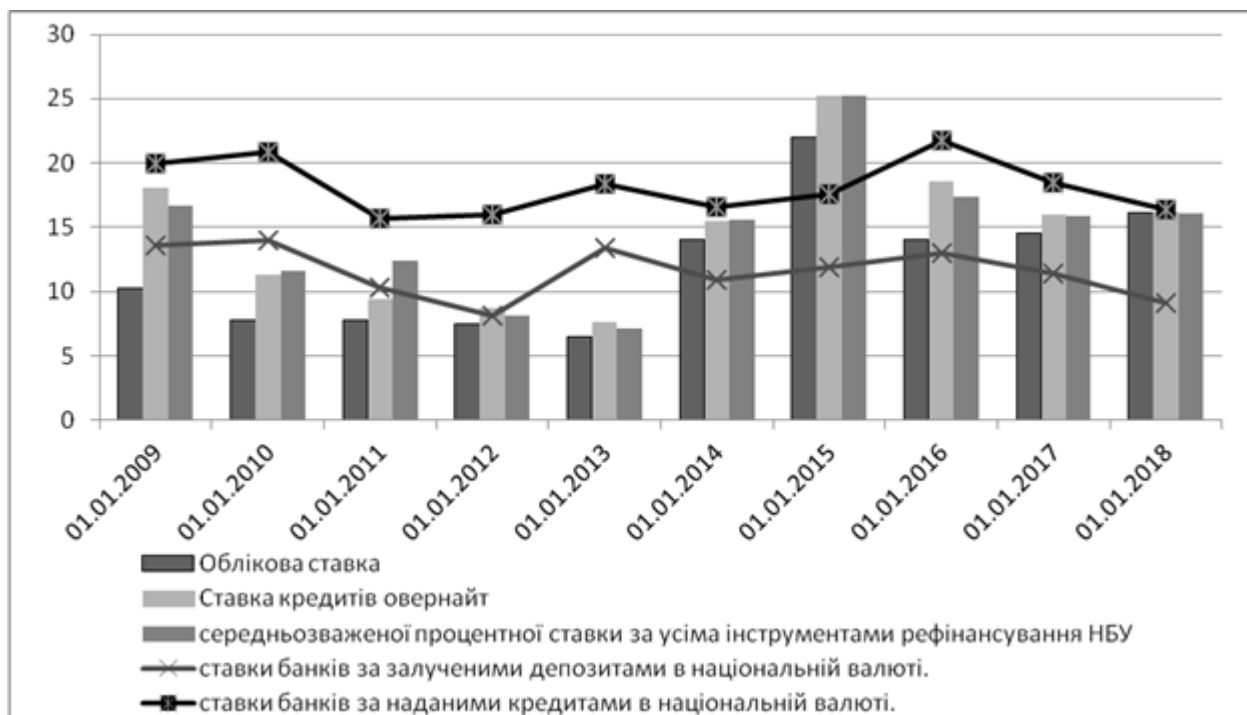


Рис. Л1. Динаміка процентних ставок банківської системи України за 2009-2018 рр.

*Розраховано автором за даними [149]

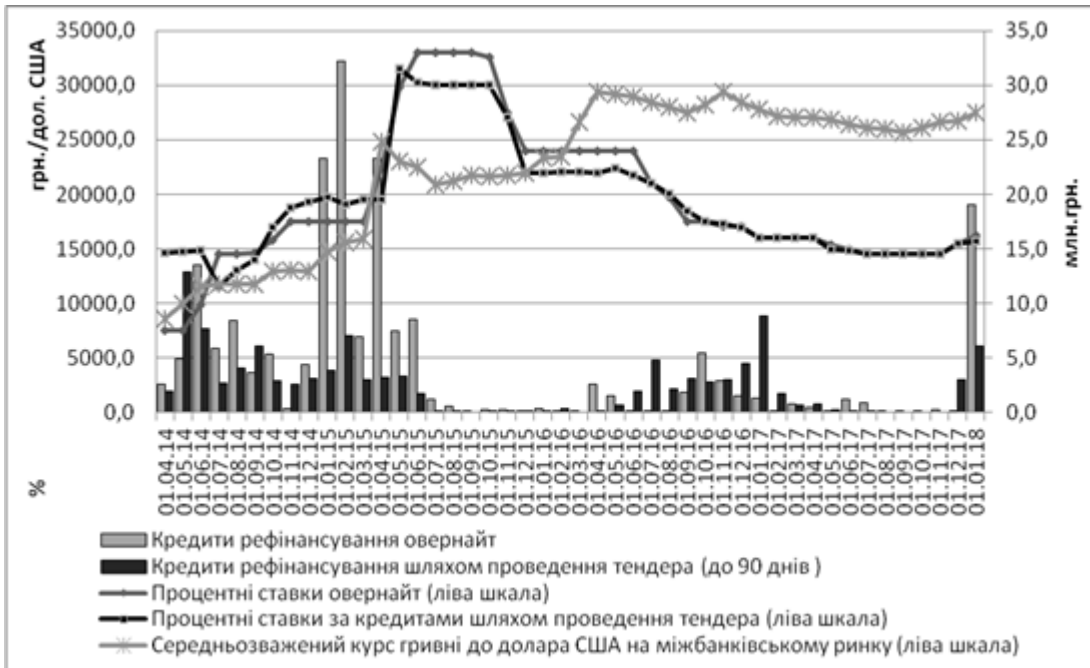


Рис. Л2. Динаміка процентних ставок банківської системи України та обсягів кредитів рефінансування й валютного курсу за 2014-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Додаток М

Таблиця М1

Обсяг операцій з розміщення державних цінних паперів на відкритому ринку [149] (млн грн)

Період	Усього	НБУ		Суб'єкти господарювання		
		Рефінансування банків НБУ включаючи угоди прямого РЕПО	Угоди зворотного РЕПО	Купівля-продаж		Надані/отримані кредити
				На торгах організаторів торгівлі	Без посередництва	
01.01.10	85281	39412	-	3982	33232	87
01.01.11	73056	4206	-	4018	27575	129
01.01.12	275056	748	2005	40075	182749	410
01.01.13	411748	28549	1599	88637	265372	129
01.01.14	638573	88789	-	173086	334757	750
01.01.15	607153	65047		323160	344747	29044
01.01.16	763250	165347		323160	29044	29044
01.01.17	309691	63662		126058	7208	19234

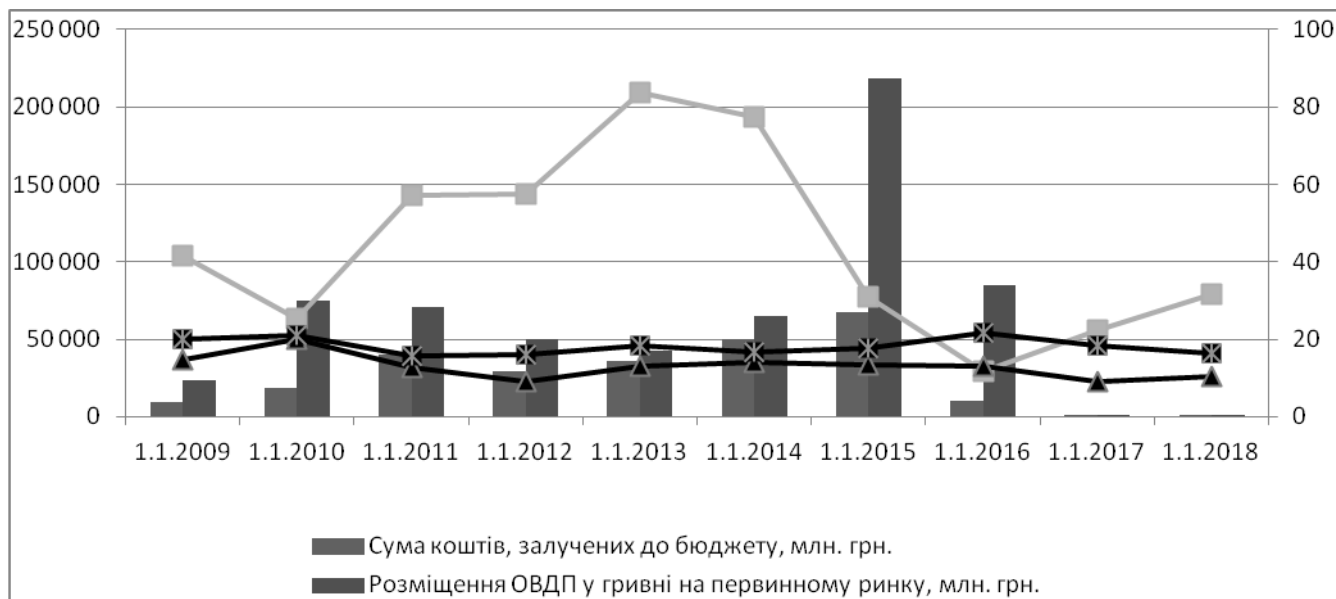


Рис. М1 Динаміка розміщення ОВДП за 2010-2018 рр.

*Розраховано автором за даними [149]

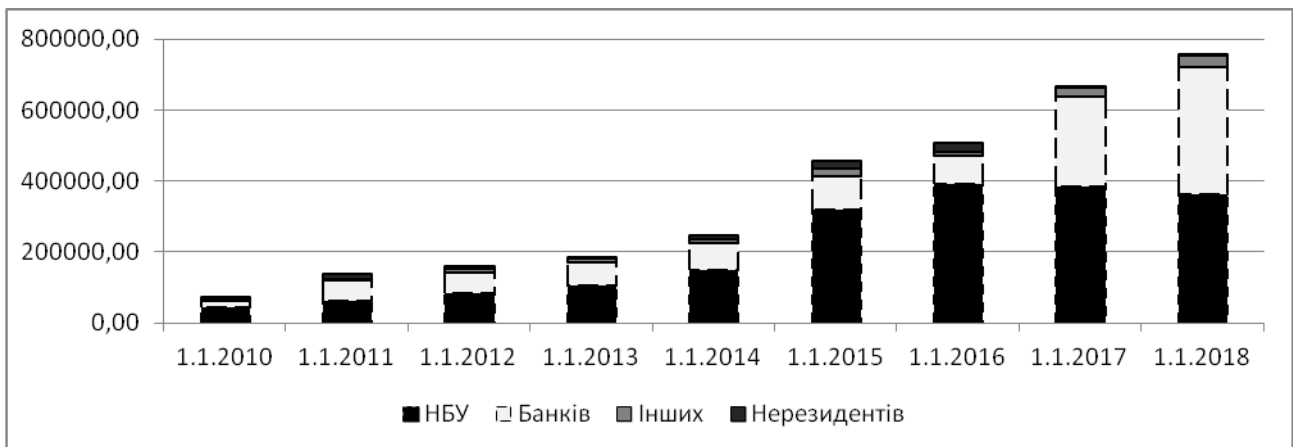


Рис. М2. ОВДП, які знаходяться в обігу, за сумою основного боргу за 2010-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

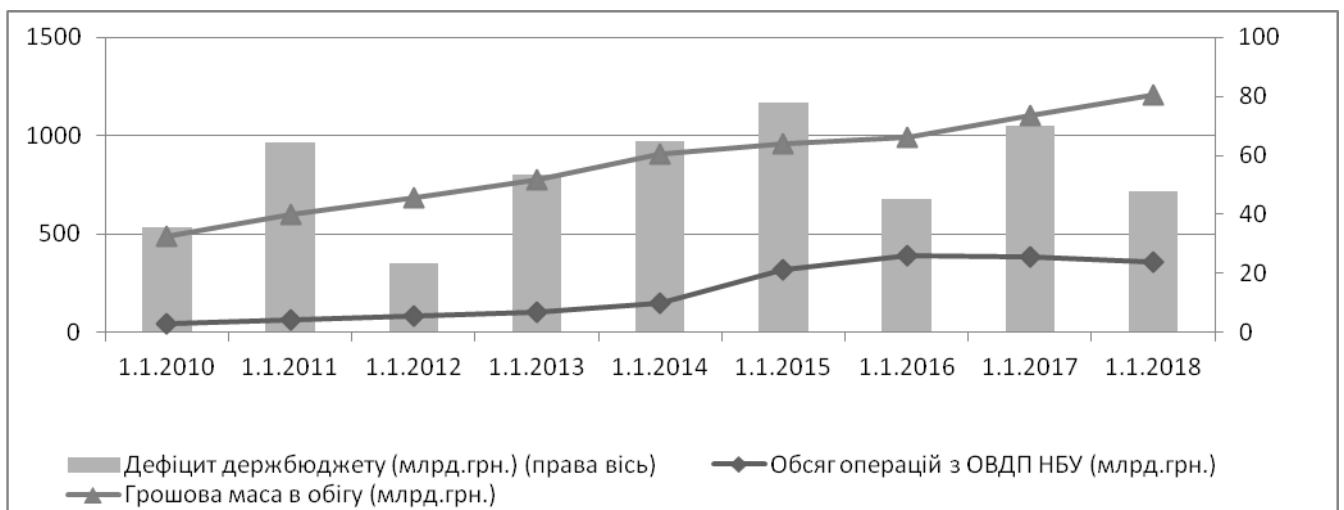


Рис. М3. Динаміка операцій з ОВДП НБУ, дефіциту державного бюджету та грошової маси в обігу за 2010-2018 рр.

*Розраховано автором за даними [149]

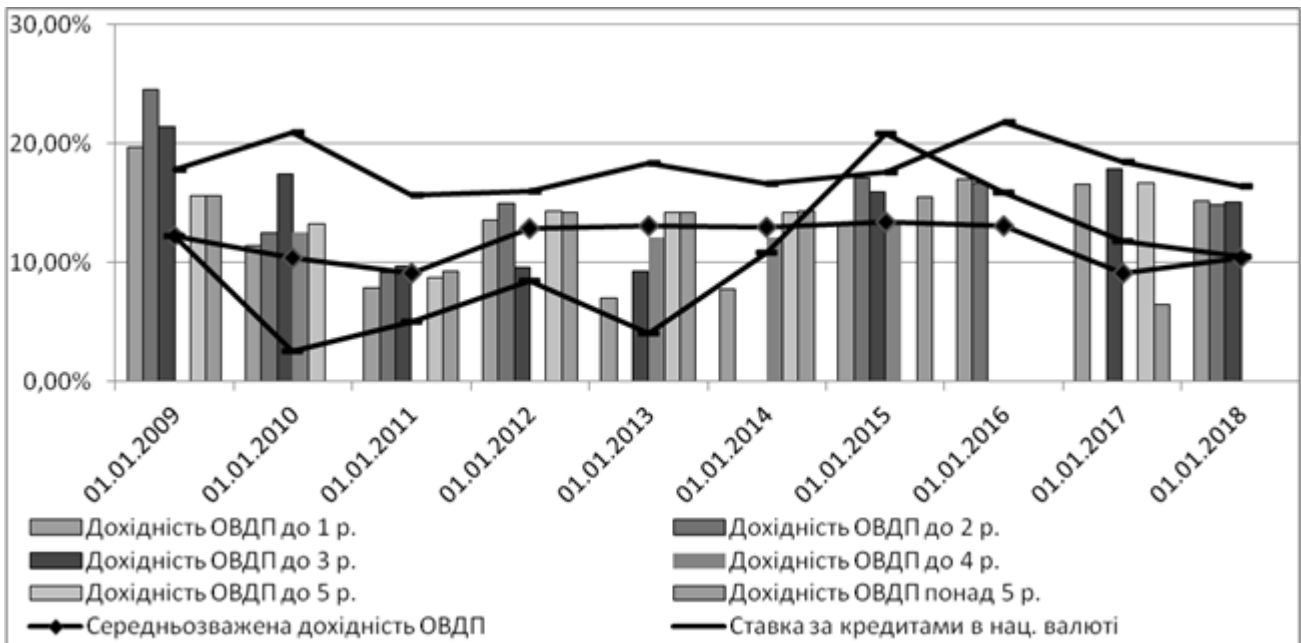


Рис. 4. Динаміка процентних ставок за ОВДП в розрізі термінів, міжбанківських кредитів та банківських кредитах за 2009-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Додаток Н

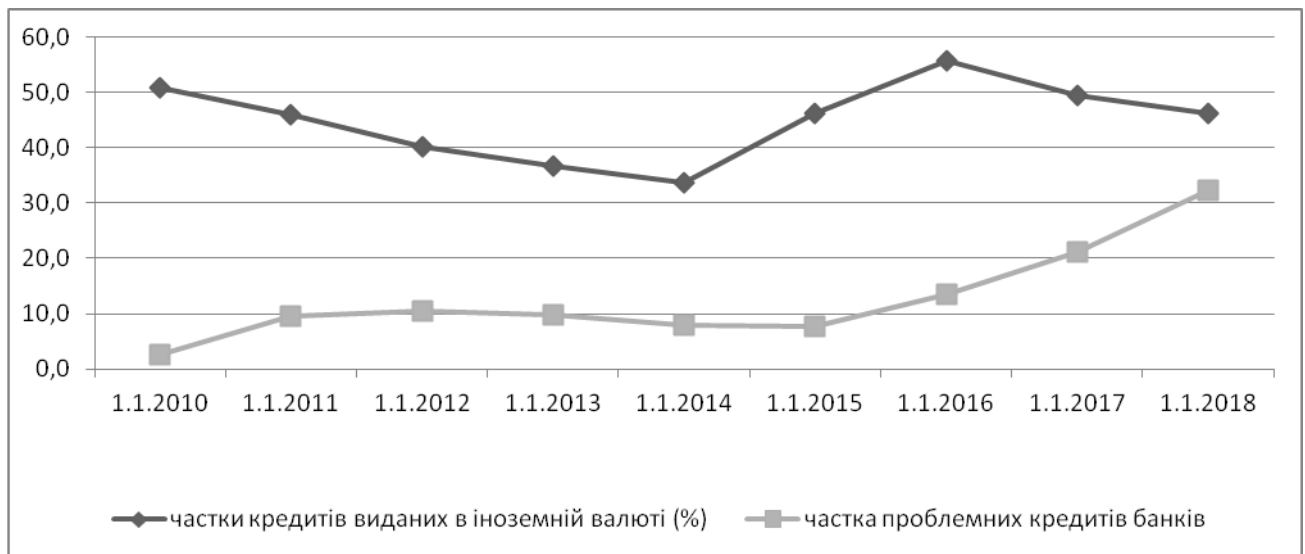


Рис. Н1 Динаміка частки кредитів в іноземній валюті до проблемних кредитів за 2010-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [138]

Таблиця Н1

Основні показники валютного ринку України, млрд. дол. США за 2010-2018 рр. [149]

Показники	01.01. 2010	01.01. 2011	01.01. 2012	01.01. 2013	01.01. 2014	01.01. 2015	01.01. 2016	01.01. 2017	01.01. 2018
Загальний обсяг операцій на валютному ринку, у т.ч.	180,3	221,8	391	552,8	638,7	328,1	138,1	123,2	97,8
- міжбанківський	144,9	178,9	341,1	492,5	600,4	314,8	135,2	119,2	84,5
- готівковий	35,4	42,9	49,9	60,3	38,3	13,3	2,9	4,0	13,3
Загальний обсяг валютних інтервенцій НБУ	10,43	8,93	7,62	11,2	6,1	4,1	4,3	3,4	3,3
Сальдо валютних інтервенцій	-10,4	13,27	-3,8	-7,5	-5,4	-9,2	0,2	-1,5	-1,3
Обсяг ЗВР	26,50	34,58	31,79	24,55	20,42	7,53	13,3	15,5	18,8

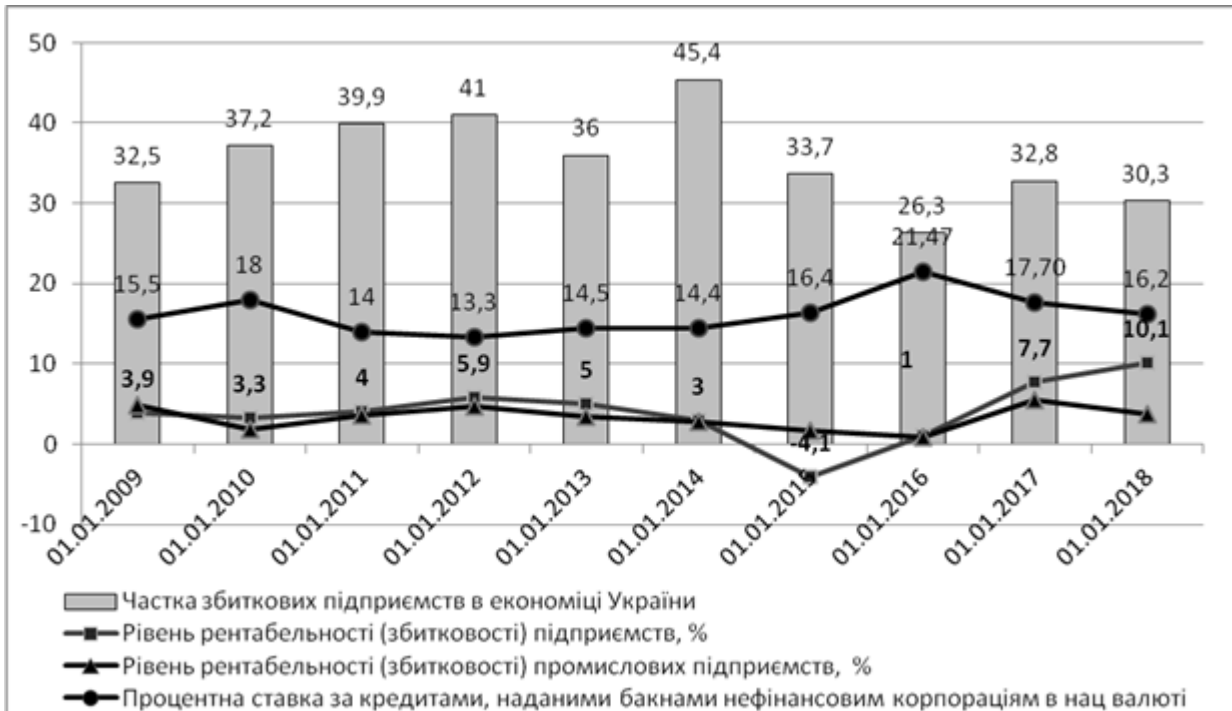


Рис. Н1. Динаміка кількості збиткових підприємств та їх рентабельності за 2008-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

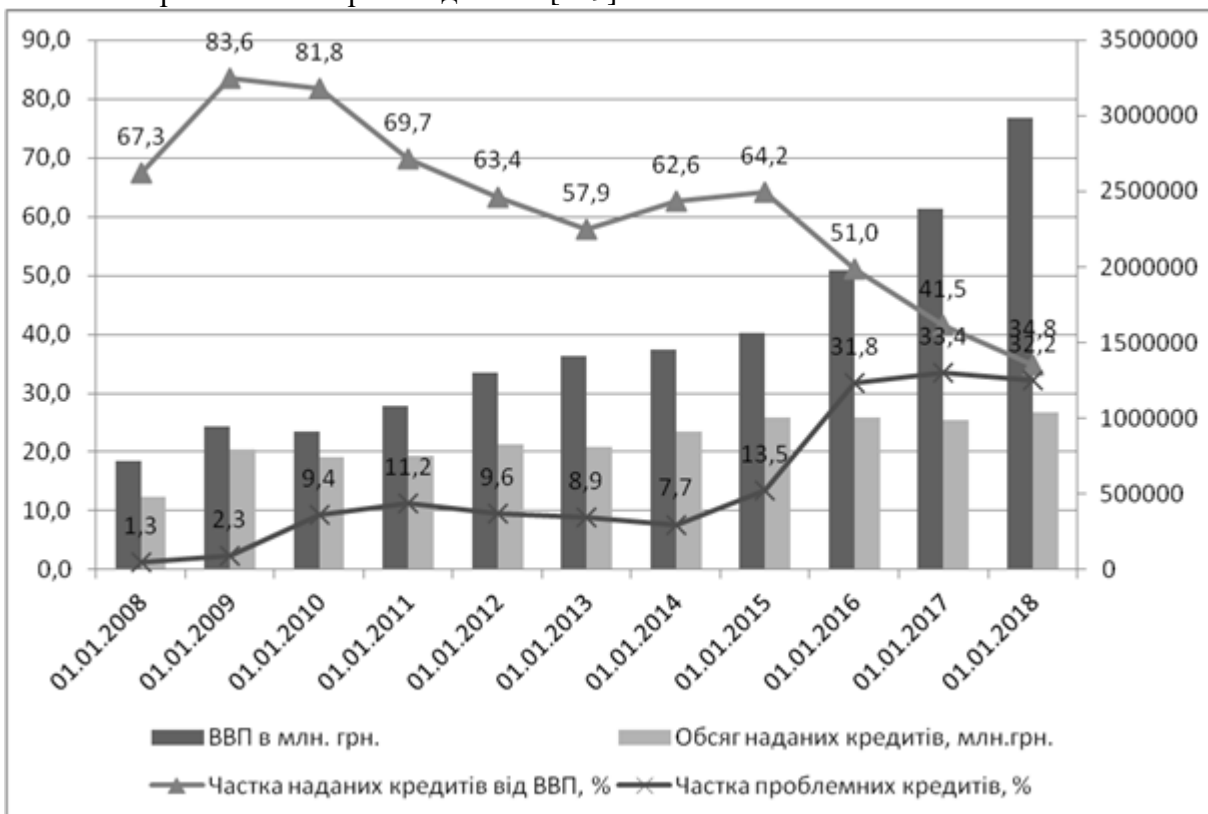


Рис. Н2. Динаміка наданих банками кредитів і їх частки до ВВП 2008-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

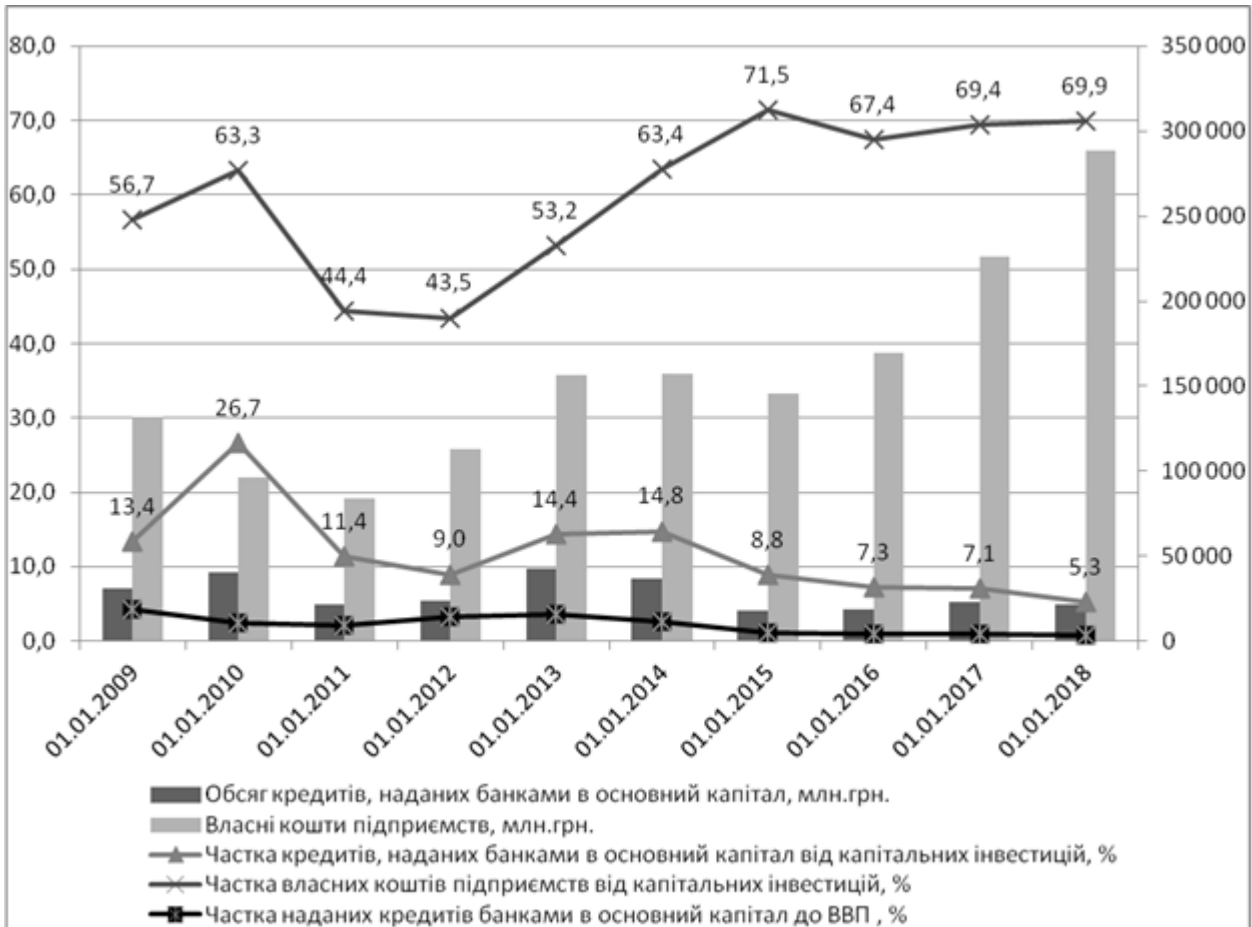


Рис. Н3. Динаміка обсягу власних коштів підприємств та кредитів, наданих банками за 2009-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

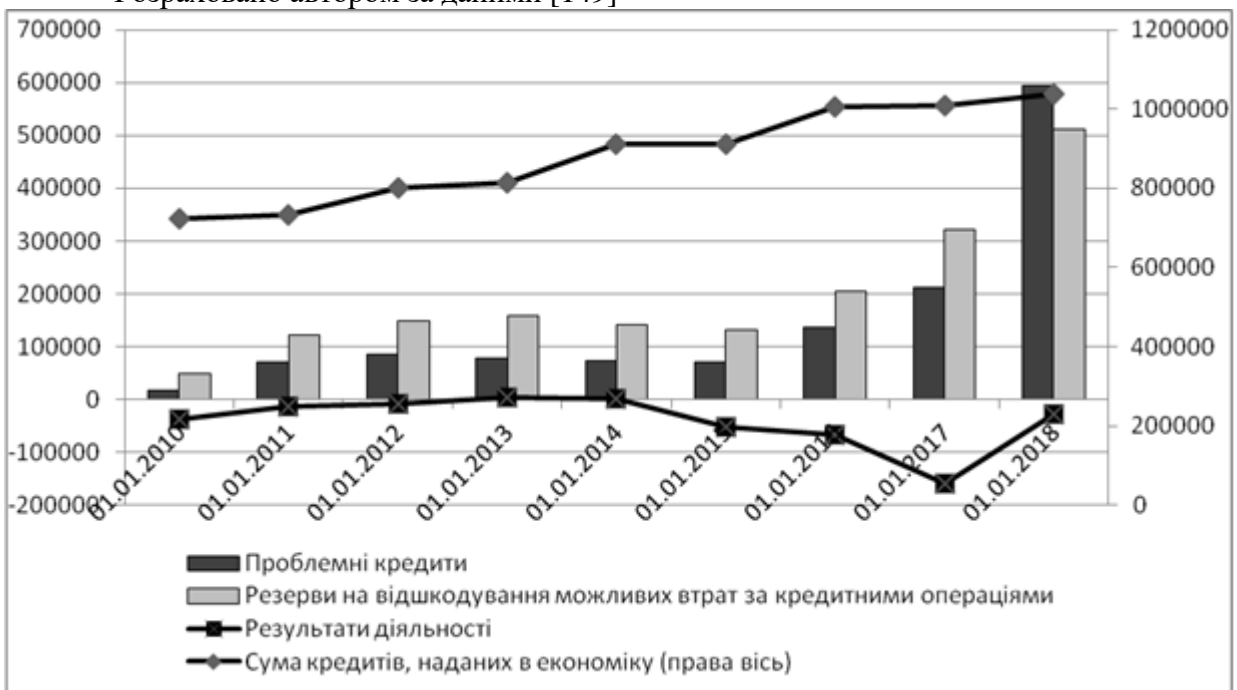


Рис. Н4. Динаміка проблемних кредитів, резервів під них та результатів діяльності банків за 2010-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

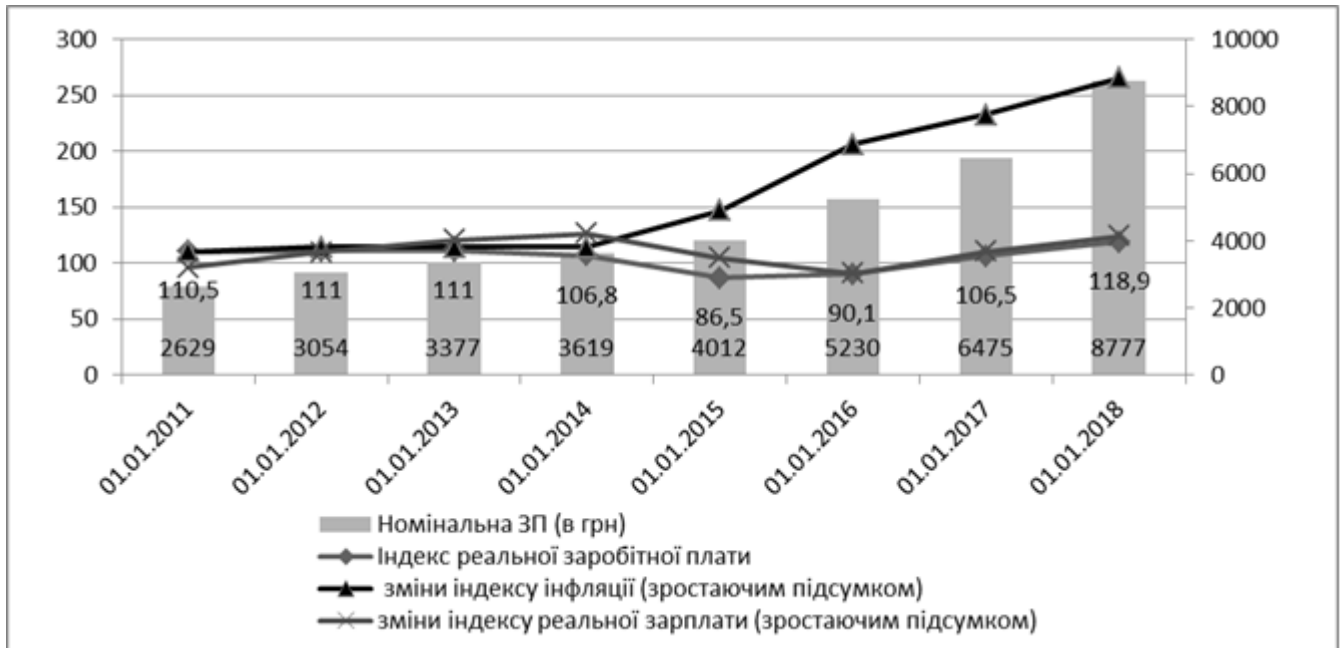


Рис. Н5. Індекс реальної ЗП, номінальної ЗП та їх змін зростаючим підсумком (грудень 2010 – 100%)*

*Розраховано автором за даними [149]

Додаток П

Динаміка депозитів домогосподарств

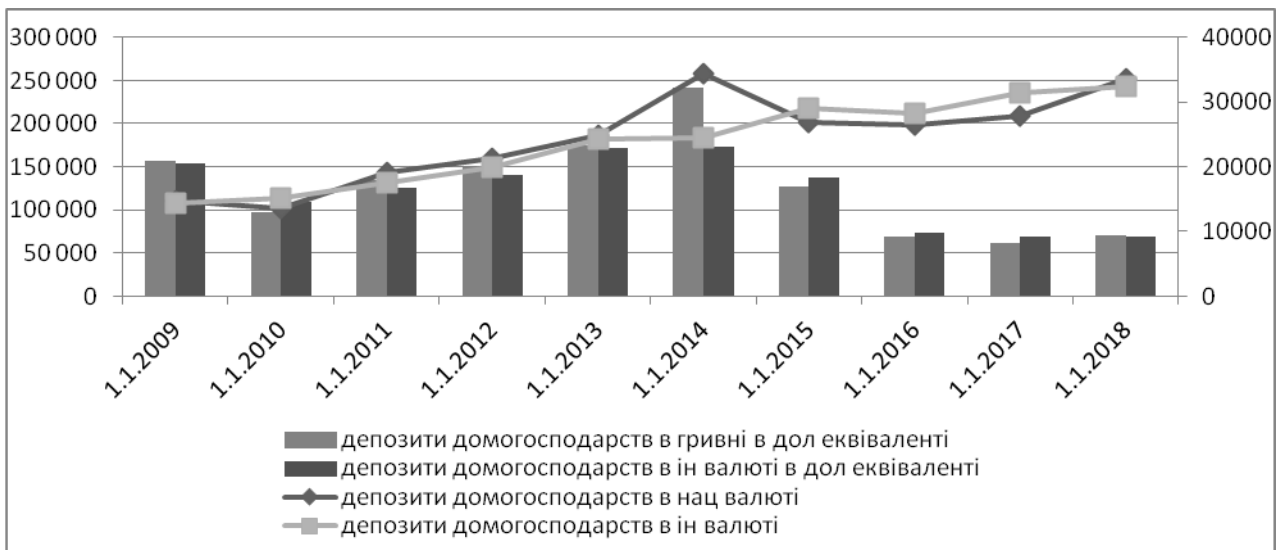


Рис. П1. Динаміка депозитів домогосподарств у банках за 2009-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

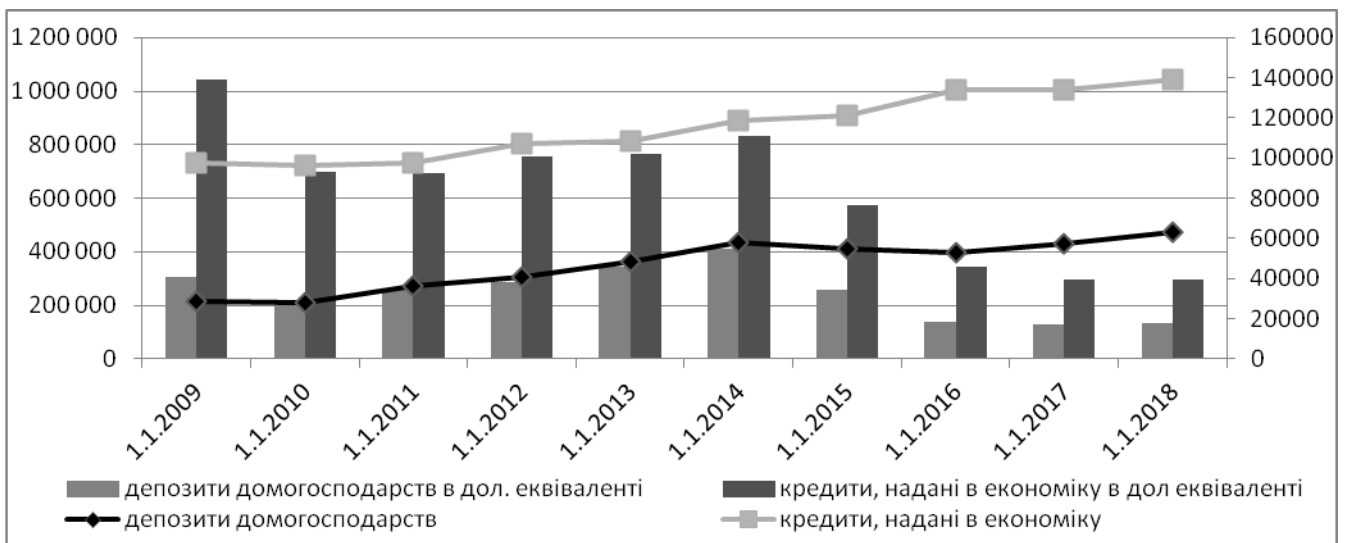


Рис. П2. Динаміка депозитів домогосподарств та банківських кредитів за 2009-2018 рр.*

*Розраховано автором за даними [149]

Додаток Р

**Результати економіко-математичної оцінки дієвості грошово-кредитної політики
Національного банку України**

Таблиця Р.1

**Матриця кореляційної взаємозалежності показників процентного каналу
трансмісійного механізму за 2009-2018 рр.**

	Процентні ставки за іншими кредитами овернайт	Облікова ставка	Ставка за кредитами овернайт	Середньозважена ставка за всіма інструментами рефінансування	Ставки банків за залученими депозитами в нац. валюті	Ставки банків за наданими кредитами в нац. валюті
Процентні ставки за іншими кредитами овернайт,	1					
Облікова ставка, x1	0,4436	1				
Ставка за кредитами овернайт,x2	0,5941	0,9268	1			
Середньозважена ставка за всіма інструментами рефінансування, x3	0,5265	0,9584	0,9563	1		
Ставки банків за залученими депозитами в національній валюті	0,8580	0,4018	0,4939	0,4797	1	
Ставки банків за наданими кредитами в національній валюті	0,9074	0,5849	0,6496	0,6452	0,9091	1

Таблиця Р.2

**Матриця кореляційної взаємозалежності показників кредитного каналу
трансмісійного механізму за 2009-2018 рр.**

	Кредити надані банками України	Грошова база	Депозити залучені банками України
Кредити надані банками України в нац. валюті	1		
Грошова база	0,9118	1	
Депозити залучені банками України, в нац валюті	0,8948	0,9779	1

Продовження додатку Р
Таблиця Р.3

Матриця кореляційної взаємозалежності показників валютного каналу трансмісійного механізму за 2009-2018 рр.

	Грошова база	Офіційний обмінний курс, грн/100 дол.	Золотовалютні резерви, млрд. дол.
Грошова база	1		
Офіційний обмінний курс, грн/100 дол.	0,8436	1	
Золотовалютні резерви, млрд. дол.	-0,8010	-0,7419	1

Таблиця Р.4

Матриця кореляційної взаємозалежності показників каналу очікувань трансмісійного механізму за 2009-2018 рр.

	Індекс очікування підприємств	ВВП	Швидкість обертання грошей за М0	Швидкість обертання грошей за М2	Частка валютних кредитів у кредитному портфелі банків	Частка валютних депозитів у депозитному портфелі банків	Питома вага готівки у структурі грошової маси	офіційний обмінний курс, грн/100 дол.	Безготівковий курс гривні до долара США	Процентна різниця між офіційним обмінним курсом і безготівковим, грн/100 дол. США
Індекс очікування підприємств	1									
ВВП	0,1624	1								
Швидкість обертання грошей за М0	0,3515	0,8772	1							
Швидкість обертання грошей за М2	0,2872	0,7826	0,9552	1						
Частка валютних кредитів у кредитному портфелі банків	-0,6485	0,0179	-0,0872	0,0611	1					
Частка валютних депозитів у депозитному портфелі банків	-0,3784	0,2082	0,1179	0,2130	0,7513	1				
Питома вага готівки у структурі грошової маси	-0,2981	-0,4635	-0,3387	-0,0475	0,4922	0,2728	1			
офіційний обмінний курс, грн/100 дол.	-0,0912	0,8635	0,6357	0,5683	0,4113	0,5389	-0,3311	1		
Безготівковий курс гривні до долара США	-0,0973	0,8634	0,6363	0,5685	0,4136	0,5384	-0,3321	0,9999	1	
Процентна різниця між офіційним обмінним курсом і безготівковим, грн/100 дол. США	-0,3069	-0,3458	-0,2336	-0,2690	-0,1639	-0,2826	-0,0369	-0,4267	-0,4212	1

Продовження додатку Р

Таблиця Р.5

Факторний аналіз показників каналу очікувань трансмісійного механізму за 2009-2018 рр.

Показники	F1	F2
Індекс очікування підприємств	0,1457	0,7845
ВВП	0,9762	0,0710
Швидкість обертання грошей за М0	0,8674	0,2402
Швидкість обертання грошей за М2	0,7593	0,0988
Частка валютних кредитів у кредитному портфелі банків	0,1025	-0,9460
Частка валютних депозитів у депозитному портфелі банків	0,3132	-0,7931
Питома вага готівки у структурі грошової маси	-0,5100	-0,5066
офіційний обмінний курс, грн/100 дол.	0,9138	-0,3394
Безготівковий курс гривні до долара США	0,9141	-0,3418
Процентна різниця між офіційним обмінним курсом і безготівковим,	-0,3454	0,0811
Факторні навантаження	0,4462	0,2707

Таблиця Р.6

Матриця кореляційної взаємозалежності між офіційним і безготівковим валютним курсом гривні до долара США та індексу очікування підприємств за 2009-2018 рр.

	Індекс очікування підприємств	офіційний обмінний курс, грн/100 дол.	Безготівковий курс гривні до долара США
Індекс очікування підприємств	1		
Офіційний обмінний курс, грн/100 дол.	-0,0912	1	
Безготівковий курс гривні до долара США	-0,0973	0,9999	1

Таблиця Р.7

Факторний аналіз показників каналу очікувань трансмісійного механізму за 2009-2018 рр.

Показники	Очування економічних агентів	Індекс очікування підприємств	Валютно-курсова політика
Швидкість обертання грошей за М0	0,8600	0,2325	0,1894
Швидкість обертання грошей за М2	0,7761	0,0147	0,3402
Частка валютних кредитів у кредитному портфелі банків	0,1088	-0,9499	0,0852
Частка валютних депозитів у депозитному портфелі банків	0,3084	-0,7979	0,1976
Питома вага готівки у структурі грошової маси	-0,5168	-0,5415	0,4415
офіційний обмінний курс, грн/100 дол.	0,9125	-0,3267	0,0531
Безготівковий курс гривні до долара США	0,9132	-0,3289	0,0467
Процентна різниця між офіційним обмінним курсом і безготівковим, грн/100 дол. США	-0,3051	0,0927	-0,7819
Індекс очікування підприємств	0,1137	0,7697	0,5111
ВВП	0,9723	0,0764	0,0654
Дисперсія	4,4339	2,7083	1,2749
частка дисперсії	0,4434	0,2708	0,1275

Характеристика кореляційного взаємозв'язку інструментів грошово-кредитної політики НБУ та кредитної політики вітчизняних банків за 2009-2018 рр.

Показник	Коефіцієнти кореляції		Модель	Висновки
Кореляційний зв'язок норми обов'язкового резервування (НОР) з депозитами, кредитами і грошовою базою за 2009-2018 рр.				
	НОР (нац. валюта), %	НОР (іноз. валюта), %	$y = -5718842 + 322524x_1 - 176547x_2$ $R^2 = 0,3281$	НОР в іноземній валюті має слабкий вплив на динаміку депозитів банків, а НОР в національній валюті – середній, де при збільшенні НОР обсяги депозитів зростають
Депозити залучені банками України	0,5249	0,0646		
Кредити надані банками України	0,5826	0,0567		
Грошова база	0,5980	0,0725		
Кореляційний взаємозв'язок облікової ставки та обмінного курсу гривні за 2009-2018 рр.				
	Облікова ставка		$y = 89,7747x + 294,2324$ $R^2 = 0,4985$	Девальвація гривні призводить до збільшення облікової ставки з метою зниження тиску на валютний курс шляхом обмеження грошової маси, ревальвація – призводить до зменшення
Обмінний курс гривні	0,7040			
Кореляційний взаємозв'язок облікової ставки та банківських процентних ставок за 2009-2018 рр.				
	Облікова ставка		$y = 1520366x + 6874946$ $R^2 = 0,7135$	Облікова ставка має слабкий зв'язок із ставками за банківськими кредитами і депозитами, що свідчить про низький вплив даного інструменту ГКП на цінову політику комерційних банків
Процентна ставка за кредитами	0,4436			
Процентна ставка за депозитами	0,3663			
Кореляційний взаємозв'язок процентної ставки за міжбанківськими і обсягом наданих кредитів банками України за 2009-2018 рр.				
	Процентна ставка за міжбанківськими кредитами		$y = 1413844x + 7348515$ $R = 0,7112$	Процентні ставки комерційних банків за міжбанківськими кредитами не мають впливу на динаміку обсягів кредитів в економіку, що свідчить про нецінові фактори їх зростання, наприклад, пов'язані із кредитоспроможністю позичальників та макроекономічною ситуацією
Обсяг кредитів, наданих банками України	-0,00893			
Кореляційний взаємозв'язок грошової бази з обсягом наданих кредитів банками України за 2009-2018 рр.				
	Грошова база		$y = 1,768x + 3819959$ $R^2 = 0,9118$	Грошова база має найвищий рівень взаємозв'язку з обсягом наданих кредитів в економіку, а це свідчить про те, що визначальним ресурсом в національній економіці є ліквідність банків, тобто ті кошти, які перебувають на коррахунках в НБУ, т.з. надлишкові резерви
Обсяг кредитів, наданих банками України	0,911787			

Таблиця Р.9

**Регресійна модель залежності ставки відсотка від темпу інфляції
за 2009-2018 рр.***

<i>Regression Statistics</i>								
Multiple R	0,8598							
R Square	0,7393							
Adjusted R Square	0,1046							
Standard Error	5,7527							
Observations	37,0000							
<i>ANOVA</i>								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			
Regression	1	172,288	172,288	25,206	0,029			
Residual	35	1158,268	33,093					
Total	36	1330,556						
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	-76,3350	38,8129	-2,5667	0,0372	-155,1295	2,4594	-155,1295	2,4594
Infl	0,8756	0,3838	2,2817	0,0287	0,0965	1,6547	0,0965	1,6547

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

Таблиця Р.10

**Модель множинної регресії залежності ставки відсотка від темпу інфляції
за 2009-2018 рр.***

<i>Regression Statistics</i>								
Multiple R	0,9309							
R Square	0,8665							
Adjusted R Square	0,8584							
Standard Error	2,32							
Observations	36							
<i>ANOVA</i>								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			
Regression	2	1152,896	576,448	107,0987	3,72E-15			
Residual	33	177,6192	5,382					
Total	35	1330,516						
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	-54,830	16,496	-3,324	0,002	-88,391	-21,269	-88,391	-21,269
Infl	0,564	0,166	3,401	0,002	0,227	0,902	0,227	0,902
Облікова ставка	0,823	0,068	12,064	0,000	0,684	0,962	0,684	0,962

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

Продовження додатку Р

Таблиця Р.11

Матриця кореляційної взаємозалежності облікової ставки на основні макроекономічні показники за 2008-2016 рр.*

Показники	Облікова ставка	Операції з цінними паперами	Експорт	ВВП	Індекс інфляції %	Безробіття, тис. осіб	Кредити надані, млн.грн	Грошова база, млн. грн.	М2, млн.грн
Облікова ставка	1								
Операції з цінними паперами	-0,40622	1							
Експорт	-0,63434	0,556676	1						
ВВП	0,561928	-0,01302	-0,48782	1					
Індекс інфляції %	0,943051	-0,39127	-0,50992	0,292763	1				
Безробіття, тис. осіб	-0,04491	0,08915	-0,46108	-0,10562	-0,05003	1			
Кредити надані млн.грн	0,612611	0,104616	-0,4332	0,946567	0,389964	-0,14145	1		
Грошова база, млн. грн.	0,620912	0,18356	-0,48789	0,936906	0,401551	0,065445	0,94746	1	
М2, млн.грн.	0,490473	0,250025	-0,37629	0,953012	0,235413	0,00496	0,94738	0,96691	1

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

Таблиця Р.12

Матриця кореляційної взаємозалежності облікової ставки на основні макроекономічні показники за 1993-2007 рр.*

Показники	Облікова ставка НБУ	Середньозважена процентна ставка за всіма інструментами, %	Процентні ставки за кредитами (у нац. валюті)	Процентні ставки за депозитами (у нац. валюті)	Сума кредитів, наданих в економіку млн.грн.	Депозити млн. грн.	Обсяг ВВП млн. грн.	Темпи інфляції %
Облікова ставка НБУ	1							
Середньозважена процентна ставка за всіма інструментами,%	0,840024	1						
Процентні ставки за кредитами у нац валюті)	0,942249	0,875934	1					
Процентні ставки за депозитами у наці валюті)	0,955522	0,817056	0,98317	1				
Сума кредитів, наданих в економіку, млн.грн	-0,34406	-0,48511	-0,43843	-0,33479	1			
Депозити, млн. грн	-0,36888	-0,54386	-0,49682	-0,38314	0,98568	1		
Обсяг ВВП млн. грн..	-0,515	-0,67338	-0,64491	-0,5332	0,948457	0,979499	1	
Темпи інфляції, %	0,634452	0,28859	0,69259	0,72602	-0,17998	-0,20879	-0,31158	1

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

Продовження додатку Р

Таблиця Р.13

Матриця кореляційної взаємозалежності облікової ставки на основні макроекономічні показники за 2008-2016 рр.

Показники	Облікова ставка НБУ	Середньозважена процентна ставка за всіма інструментами, %	Процентні ставки за кредитами у нац. валюті	Процентні ставки за депозитами у нац. валюті	Сума кредитів, наданих в економіку у (млн грн)	Депозити (млн грн)	ВВП (млн грн)	Темп інфляції, %
Облікова ставка НБУ	1							
Середньозважена процентна ставка за всіма інструментами, %	0,938257	1						
Процентні ставки за кредитами у нац. валюті	0,712402	0,736601	1					
Процентні ставки за депозитами у нац. валюті	0,340277	0,284175	0,779578	1				
Сума кредитів, наданих в економіку, млн.грн	0,644771	0,452055	0,324538	0,192344	1			
Депозити, млн грн	0,402299	0,234423	0,12598	0,120092	0,907545	1		
ВВП млн. грн.	0,562371	0,40581	0,26122	0,147866	0,957298	0,964222	1	
Темпи інфляції, %	0,943051	0,905125	0,616315	0,240118	0,420041	0,130131	0,293385	1

*Розраховано автором за даними НБУ [149]

Додаток С

Список публікацій здобувача за темою дисертації

Наукові праці, в яких опубліковані основні наукові результати дисертації:

1. Сегеда Л. М. Грошово-кредитна політика та економічний розвиток держави. *Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету ім. Володимира Гнатюка*. Серія: економіка. 2002. Вип. №13. С. 58-60 (0,24 д. а.).
2. Сегеда Л. М. Вплив монетарної політики НБУ на формування депозитів фізичних осіб. *Фінанси, облік і аудит: збірник наукових праць*. 2003. Вип. 2. С. 133-138 (0,31 д. а.).
3. Сегеда Л. М. Пріоритетні цілі грошово-кредитної політики в Україні. *Вісник Тернопільської академії народного господарства*. 2003. Вип. 4. С. 44-47 (0,41 д. а.).
4. Сегеда Л. М. Дієвість грошово-кредитної політики та її інструментів як важливий чинник розвитку ринкових відносин. *Вісник Тернопільського державного економічного університету*. 2006. Вип. 3. С. 101-108 (0,56 д. а.).
5. Сегеда Л. М. Національний банк України як базовий інститут антикризового регулювання економіки. *Українська наука: минуле, сучасне, майбутнє: Щорічник*. / За заг.ред. М.В.Лазаровича. 2010. Вип. 14-15 С. 233-242 (0,63 д. а.).
6. Сегеда Л. М., Михайлюк Р. В. Національний банк в системі заходів стабілізації грошово-кредитного ринку. *Наука молода*. 2010. Вип. 13. С. 173-178. (особистий внесок автора: досліджено особливості практичного застосування центральним банком інструментів грошово-кредитної політики) (0,3 д. а.).
7. Сегеда Л. М. Монетарна політика та грошово-кредитне регулювання: сутнісна характеристика та теоретичне розмежування *Фінансова система України: Збірник наукових праць*. Серія «Економіка». 2011. Вип. 16. С. 402-409 (0,54 д. а.).
8. Сегеда Л. М. Дієвість інструментів грошово-кредитної політики в період кризових явищ в економіці України. *Банківська система України: становлення і розвиток в умовах глобалізації економічних процесів: моногр.* / за ред. д.е.н., проф. О. В. Дзюблюка. Тернопіль: Астон, 2012. С. 61-68 (0,46 д. а.).
9. Сегеда Л. М. Особливості реалізації грошово-кредитного регулювання в Україні. *European journal of economics and management (Praha)*. 2016. Vol 2. Issue 5. P. 54-63 (0,71 д. а.).

10. Сегеда Л. М. Досвід грошово-кредитного регулювання Європейського центрального банку і перспективи його використання в Україні. *The scientific heritage* (Budapest, Hungary). Economic sciences. 2016. Vol 1. No3 (3). P. 16-18 (0,35 д. а.).
11. Сегеда Л. М. Напрями підвищення ефективності грошово-кредитної політики Національного банку України. *Український журнал прикладної економіки*. 2016. Т. 1. № 4. С. 109-119 (0,66 д. а.).
12. Сегеда Л. М. Актуальні проблеми діяльності Національного банку України як основного провідника монетарної політики. *Науковий вісник Міжнародного гуманітарного Університету*. Серія: Економіка і менеджмент. 2017. Вип. № 24. Ч. 2. С. 78-82 (0,70 д. а.).
13. Сегеда Л. М. Відновлення банківського кредитування реального сектору засобами грошово-кредитної політики як ключовий фактор розвитку національної економіки. *Економічний вісник Запорізької державної інженерної академії*. 2017. Вип. 3 (9). С. 135-141 (0,75 д. а.).
14. Сегеда Л. М. Аналіз практики реалізації грошово-кредитного регулювання Національного банку України. Теорія і практика грошового обігу та банківської справи в умовах глобальної фінансової нестабільності: моногр. / за ред. д.е.н., проф. Дзюблюка О. В. Тернопіль: ФОП Осадца Ю. В., 2017. С. 61-68 (0,70 д. а.).
15. Сегеда Л. М. Напрямки адаптації грошово-кредитного регулювання НБУ до режиму інфляційного таргетування на прикладі Нової Зеландії. *Економічний аналіз: зб. наук. праць*. / За ред. Ярощука О. В. ТНЕУ. 2018. Т. 28. №1. С. 268-277 (0,82 д. а.).
16. Сегеда Л. М. Трансмісійний механізм грошово-кредитної політики як основа впливу центрального банку на перебіг економічних процесів. *Вчені записки ТНУ ім. В.І. Вернадського*. Серія: Економіка і управління. 2018. Т. 29 (68). №3. С. 164-172 (1 д. а.).
17. Сегеда Л. М. Аналіз сучасних тенденцій кредитно-інвестиційної діяльності банків. Трансформація банківської системи у контексті глобалізаційних викликів: моногр. / за ред. д.е.н., проф. Дзюблюка О.В. Vienna: Premier Publishing s.r.o. Vienna., 2018. С. 196-216 (0,90 д. а.).

Опубліковані праці апробаційного характеру:

18. Сегеда Л. М. Ефективність грошово-кредитної політики в Україні. Матеріали Х наукової конференції Тернопільського державного технічного університету ім. І. Пулюя (м. Тернопіль, 17-18 трав. 2006 р.). Тернопіль: ТДТУ, 2006. С. 269 (0,1 д. а.).

19. Сегеда Л. М. Таргетування інфляції: проблемні аспекти та стратегічні переваги. Дні науки – 2006: матеріали II Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Дніпропетровськ, 17-28 трав. 2006 р.) Том 1. Економічні науки. Дніпропетровськ: Наука і освіта, 2006. С. 16-19 (0,22 д. а.).

20. Сегеда Л. М. Ефективність інструментів грошово-кредитної політики в умовах реформування економіки України. Матеріали XII наукової конференції Тернопільського державного технічного університету ім. І. Пулюя (м. Тернопіль, 14-15 трав. 2008 р.). Тернопіль: ТДТУ, 2008. С.301 (0,1 д. а.).

21. Сегеда Л. М. Грошово-кредитне регулювання у контексті ринкового реформування економіки. Становлення і розвиток банківської системи України в умовах ринкових перетворень в економіці: зб. тез доп. всеукр. наук.-практ. конф. до 30-ти річчя факультету банківського бізнесу Тернопільського національного економічного університету (м. Тернопіль, 21-22 трав. 2008 р.). Тернопіль: Астон, 2008. С.87-89 (0,1 д. а.) .

22. Сегеда Л. М. Регулювання грошово-кредитного ринку України в умовах фінансово-економічної кризи. Забезпечення стійкості банківської системи як необхідна умова подолання кризових явищ в економіці: зб. тез доп. Міжнар. наук. круглого столу (м. Тернопіль, 23 бер. 2010 р.). Тернопіль: Вектор, 2010. С.119-122 (0,2 д. а.).

23. Сегеда Л. М. Грошово-кредитне регулювання як елемент монетарної політики центрального банку. Ефективна монетарна політика як необхідна умова стабільного розвитку банківської системи: зб. тез доп. Міжвуз. наук. конф. студентів та молодих вчених, присвяч. 10-річчю студентського наукового гуртка кафедри банківської справи «Банківський аналітик» (м. Тернопіль, 29 бер. 2011 р.). Тернопіль: Вектор, 2011. С.84-87 (0,19 д. а.).

24. Сегеда Л. М. Теоретико-концептуальні засади монетарної політики та регулювання грошово-кредитних відносин. Актуальні проблеми та перспективи розвитку економіки України: матеріали IV Міжнар. наук.-практ. конф. (м. Луцьк, 19-20 трав. 2011 р.). Луцьк: ВІЕМ, 2011. С.211-213 (0,17 д. а.).

25. Сегеда Л. М. Центральний банк як базовий регулятор грошово-кредитної сфери. Сучасні тенденції розвитку банківських систем в умовах подолання наслідків світової фінансової кризи: зб. тез доп. Всеукр. наук. інтернет-конф. (м.Тернопіль, 31 трав. 2011 р.). Тернопіль: Вектор, 2011. С. 28 – 30 (0,18 д. а.).

26. Сегеда Л. М. Динаміка розвитку монетарної сфери через макроекономічні індикатори. Актуальні проблеми теорії та практики менеджменту: зб. матеріалів наук.-практ. конф. (м.Сімферополь, 16-17 серп. 2013 р.). Сімферополь: НО “Economics”, 2013. С.84-88 (0,19 д. а.).

27. Сегеда Л. М. Вдосконалення механізму рефінансування НБУ на основі практики зарубіжних країн. Україна у геоeкономічному просторі: глобальні виклики, сучасні тренди розвитку та соціокультурні трансформації: матеріали II Всеукр. наук. інтернет-конф. (Тернопіль, 16 трав. 2014 р.). Тернопіль: Вектор, 2014. С.167-169 (0,21 д. а.).

28. Сегеда Л. М. Шляхи удосконалення механізму рефінансування комерційних банків в Україні. Соціально-eкономічні перспективи розвитку України в XXI столітті: зб. тез доп. II Міжнар. наук.-практ. Інтернет-конф. (Тернопіль, 27 трав. 2014 р.). Тернопіль: Вектор, 2014. С.111-114 (0,18 д. а.).

29. Сегеда Л. М. Регулятивний вплив Національного банку України на кредитні операції банків. Теорія і практика банківської справи у глобальному фінансовому середовищі: зб. тез доп. Всеукр. Інтернет-конф. (Тернопіль, 9 лист. 2014 р.). Тернопіль: Вектор, 2014. С.28-30 (0,12 д. а.).

30. Сегеда Л. М. Вплив НБУ на кредитування банками реального сектору економіки. Банківський та реальний сектор економіки: фінансово-економічні аспекти взаємодії та перспективи розвитку: зб. тез доп. Міжнар. наук.-практ. конф. молодих вчених, аспірантів та студентів (Тернопіль, 24 бер. 2015 р.). Тернопіль: Вектор, 2015. С.78-80 (0,14 д. а.).

31. Сегеда Л. М. Основні проблеми реалізації грошово-кредитної політики в Україні. Перспективи розвитку банківської системи у глобальному фінансовому середовищі: зб. тез доп. Всеукр. наук. Інтернет-конф. (Тернопіль, 20 лист. 2016 р.). Тернопіль: Вектор, 2016. С.54-57 (0,21 д. а.).

32. Сегеда Л. М. Напрями оптимізації монетарної політики НБУ в умовах фінансової нестабільності. Развитие науки в XXI веке: сб. статей науч.- информац. центра «Знание» по материалам XXII междунар. заочной науч.-практ. конф. 2 ч.: сб. со статьями (г. Харьков, 14 февр. 2017 г.). Харьков: Научно-информационный центр «Знание», 2017. С.99-104 (0,50 д. а.).

33. Сегеда Л. М. Окремі аспекти здійснення валютної політики як складової грошово-кредитного регулювання економіки. Наука в современном мире: сб. публ. мульти-дисциплин. научн. журнала «Архивариус» по материалам XVII междунар. науч.-практ. конф. 2 ч.: сб. со статьями (г. Киев, 20 февр. 2017 г.). Киев: Мульти-дисциплинарный научный журнал «Архивариус», 2017. С.82-87 (0,37 д. а.).

34. Сегеда Л. М., Стечишин Т. Б. Інфляційне таргетування. Фінансово-кредитний механізм активізації інвестиційного процесу: зб. матеріалів III Міжнар. наук.-практ. конф. (г.Київ, 10 лист. 2017 р.) [Електронний ресурс]. Київ: КНЕУ, 2017. С.454-458. (особистий внесок автора: проаналізовано доцільність переходу НБУ до режиму інфляційного таргетування) (0,08 д. а.).

35. Сегеда Л. М. Державні банки розвитку як стимулятори інвестицій та запорука стабільності вітчизняної економіки. Банківська система України: стабілізація та драйвери зростання: зб. тез доп. Всеукр. наук. Інтернет-конф. (м.Тернопіль, 30 лист. 2017р.). Тернопіль: Вектор, 2017. С.315-317 (0,17 д. а.).

36. Сегеда Л. М. Оцінка формування та шляхи оптимізації монетарного режиму в Україні. Актуальні питання економічного розвитку держави та регіонів: теоретичні і практичні аспекти: матеріали наук.-практ. конф. (м. Львів, 16 черв. 2018 р.) Львів: ГО «Львівська економічна фундація». 2018. С. 110-113 (0,25 д. а.).

Додаток Т

Наукові праці, які засвідчують апробацію матеріалів дисертації

№ з/п	Назва конференції	Місце проведення	Дата проведення	Форма участі
1	2	3	4	5
1.	Десята наукова конференція Тернопільського державного технічного університету імені Івана Пулюя.	м. Тернопіль	17-18 травня 2006 року	Очна
2.	Дні науки - '2006	м. Дніпропетровськ	17-18 травня 2006 року	Заочна
3.	Дванадцята наукова конференція Тернопільського державного технічного університету імені Івана Пулюя	м. Тернопіль	14-15 травня 2008 року	Очна
4.	Становлення і розвиток банківської системи України в умовах ринкових перетворень в економіці	м. Тернопіль	21-22 травня 2008 року	Очна
5.	Забезпечення стійкості банківської системи як необхідна умова подолання кризових явищ в економіці	м. Тернопіль	23 березня 2010 року	Очна
6.	Ефективна монетарна політика як необхідна умова стабільного розвитку банківської системи	м. Тернопіль	29 березня 2011 року	Очна
7.	Актуальні проблеми та перспективи розвитку економіки України	м.Луцьк	19-20 травня. 2011 року	Очна
8.	Сучасні тенденції розвитку банківських систем в умовах подолання наслідків світової фінансової кризи	м. Тернопіль	31 травня 2011 року	Заочна
9.	Актуальні проблеми теорії та практики менеджменту	м. Сімферополь	16-17 серпня 2013 року	Очна

Продовження додатку Т

1	2	3	4	5
10.	Україна у геоeкономiчному просторi: глобальнi виклики, сучаснi тренди розвитку та соцiокультурнi трансформацiї	м. Тернопiль	16 травня 2014 року	Заочна
11.	Соцiально-економiчнi перспективи розвитку України в ХХI столiттi	м. Тернопiль	27 травня 2014 року	Заочна
12.	Теорiя i практика банкiвської справи у глобальному фiнансовому середовищi	м. Тернопiль	9 листопада 2014 року	Заочна
13.	Банкiвський та реальний сектор економiки: фiнансово-економiчнi аспекти взаємодiї та перспективи розвитку	м. Тернопiль	24 березня 2015 року	Очна
14.	Перспективи розвитку банкiвської системи у глобальному фiнансовому середовищi	м. Тернопiль	20 листопада 2016 року	Заочна
15.	Развитие науки в ХХI веке.	м. Харкiв	14 лютого 2017 року	Заочна
16.	Наука в современном мире	м. Киiв	20 лютого 2017 року	Заочна
17.	Фiнансово-кредитний механiзм активiзацiї iнвестицiйного процесу	м. Киiв	10 листопада 2017 р	Заочна
18.	Банкiвська система України: стабiлiзацiя та драйвери зростання	м. Тернопiль	30 листопада 2017 року	Заочна
19.	Актуальнi питання економiчного розвитку держави та рeгiонiв	м. Львiв	16 червня 2018 року	Очна

Додаток У



ВЕРХОВНА РАДА УКРАЇНИ

Комітет з питань фінансової політики і банківської діяльності

01008, м. Київ-8, вул. М. Грушевського, 5, тел.: 255-21-37, факс: 255-24-25

№ 04-33/9-185

"13" серпня 2018 р.

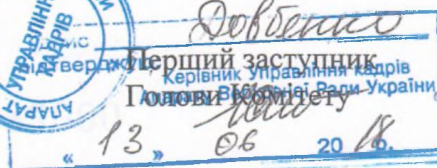
У спеціалізовану вчену раду
Д 58.082.01
Тернопільського національного
економічного університету

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційного дослідження
Сегеди Людмили Миронівни
на тему: «Грошово-кредитна політика центрального банку
в умовах фінансової нестабільності»

Комітет Верховної Ради України з питань фінансової політики і банківської діяльності, розглянувши анотаційну записку аспірантки кафедри банківської справи Тернопільського національного економічного університету Сегеди Людмили Миронівни, яка була подана до Комітету за результатами дисертаційного дослідження проблематики грошово-кредитної політики центрального банку в умовах фінансової нестабільності, підтверджує актуальність представлених матеріалів. Зокрема, рекомендації та пропозиції автора щодо підвищення дієвості інструментів грошово-кредитної політики шляхом запровадження валютних свопів, використання асиметричного коридору процентних ставок за активними і пасивними операціями центрального банку, а також неконвенційних інструментів, спрямованих на розширене надання ліквідності учасникам банківського та небанківського сектору з метою стимулювання економічного зростання використані у діяльності Комітету при підготовці та обговоренні законопроектів, а також для розробки аналітичних записок із головних питань банківської діяльності.

Довідка видана для представлення у спеціалізовану вчену раду Д 58.082.01 Тернопільського національного економічного університету.



М.В.Довбенко

all.



ТЕРНОПІЛЬСЬКА ОБЛАСНА ДЕРЖАВНА АДМІНІСТРАЦІЯ
ДЕПАРТАМЕНТ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ І ТОРГІВЛІ

46021, м. Тернопіль, вул. Грушевського, 8, тел./факс (0352) 52-33-83
E-mail: mail@economy.te.gov.ua код згідно з ЄДРПОУ 40388463

24.07.2018 № 02-753
на № _____ від _____

Спеціалізованій вченій раді
по захисту дисертації
Тернопільського національного
економічного університету

ДОВІДКА

**про впровадження результатів дисертаційної роботи
Сегеди Людмили Миронівни на тему: „Грошово-кредитна політика
центрального банку в умовах фінансової нестабільності”**

Департамент економічного розвитку і торгівлі Тернопільської обласної державної адміністрації позитивно оцінив результати дисертаційної роботи Сегеди Людмили Миронівни, в якій здійснено дослідження грошово-кредитної політики в умовах фінансової нестабільності, і в своїй діяльності врахував окремі пропозиції дисертантки, що позитивно впливатимуть на стабілізацію фінансово-економічного розвитку області.

Особливої уваги заслуговують запропоновані автором рекомендації, спрямовані на вдосконалення грошово-кредитної політики та підвищення рівня її координації з фіскальною політикою в частині створення умов для розширення кредитування реального сектору економіки, а також пропозиції щодо створення кооперативних банків в області як одних із трансляторів імпульсів грошово-кредитної політики на регіональний рівень.

Окреслені пропозиції Сегеди Л.М. використані Департаментом економічного розвитку і торгівлі Тернопільської обласної державної адміністрації для формування програм соціально-економічного та культурного розвитку Тернопільської.

Довідка видана для представлення у спеціалізовану вчену раду Д 58.082.01 Тернопільського національного економічного університету.

Директор департаменту
економічного розвитку і торгівлі
обласної державної адміністрації



Г.М. ВОЛЯНИК



В спеціалізовану вчену раду
Д 58.082.01
Тернопільського національного
економічного університету

ДОВІДКА

про впровадження результатів дисертаційної роботи Сегеди Людмили Миронівни на тему: «Грошово-кредитна політика центрального банку в умовах фінансової нестабільності»

У дисертації Сегеди Людмили Миронівни на тему «Грошово-кредитна політика центрального банку в умовах фінансової нестабільності» обґрунтовано сукупність пропозицій та рекомендацій, які знайшли практичне застосування в роботі Тернопільської обласної дирекції АБ «Укргазбанк».

Практичне застосування результатів дисертаційного дослідження в роботі охоплює такі основні аспекти:

- оптимізація процесу управління процентною політикою банку в період фінансової дестабілізації та посткризового економічного розвитку;
- вдосконалення системи коригування ціни на кредитні ресурси банківської установи та формування оптимальної маржі та діапазону руху процентної ставки за кредитами і депозитами, що в подальшому може зумовлювати збільшення попиту на споживчі й інвестиційні кредити та призводити до зростання обсягів заощаджень населення.

Вважаємо, що наукове дослідження, проведене у дисертації Сегеди Людмили Миронівни, має наукове і практичне значення.

Директор Тернопільської
обласної дирекції
АБ «Укргазбанк»



Стельмах О.М.

Належить державі

94,94% акцій належить державі в особі
Міністерства фінансів України

22 роки досвіду

на фінансовому ринку України
з 1993 року

Банк-агент ЄБРР

за програмами фінансування

Банк-агент ФГВФО

один з 19 банків агентів, обраних ФГВФО
на 2015-2016 роки

Контакт-центр: 0-800-309-000

(дзвінки зі стаціонарних телефонів у межах України безкоштовні)

www.ukrgasbank.com

*94,94% акцій УКРГАЗБАНКУ належать державі
АБ «УКРГАЗБАНК». Ліцензія НБУ №123 від 06.10.2011 р.



**АКЦІОНЕРНЕ ТОВАРИСТВО
« УКРАЇНСЬКИЙ БУДІВЕЛЬНО-ІНВЕСТИЦІЙНИЙ БАНК »**

01133, м.Київ, б-р Л.Українки, 30-в Код за ЄДРПОУ 26547581, код банку 380377
тел.: +38 044 364 34 90, факс: +38 044 494 02 28 www.ubib.com.ua

№ 194 від 20/09/2018
на № _____ від _____

**В спеціалізовану вчену раду
по захисту дисертацій Д 58.082.01
Тернопільського національного
економічного університету**

Д О В І Д К А

**про впровадження результатів дисертаційної роботи
Сегеди Людмили Миронівни
на тему:
«Грошово-кредитна політика центрального банку
в умовах фінансової нестабільності»**

Дисертаційна робота Сегеди Людмили Миронівни на тему «Грошово-кредитна політика центрального банку в умовах фінансової нестабільності» містить сукупність науково-практичних пропозицій щодо фінансової стабілізації банківської системи.

Окремі авторські пропозиції та рекомендації використовуються у практичній діяльності Львівським центральним відділенням АКЦІОНЕРНОГО ТОВАРИСТВА «УКРАЇНСЬКИЙ БУДІВЕЛЬНО-ІНВЕСТИЦІЙНИЙ БАНК» зокрема, запропонована дисертантом модель адаптивних очікувань використовується відділом обслуговування клієнтів при розробці процентної політики банку, а саме при прогнозуванні величини процентних ставок за кредитами і депозитами як з метою визначення достатнього рівня доходу за вказаними операціями, так і з метою оперативного врахування ризиків банківської діяльності та визначення ефекту впливу зміни ключових процентних ставок Національного банку України на динаміку процентних ставок за кредитними продуктами банку.

З повагою,
Радник Голови правління
АТ «УКРБУДІНВЕСТБАНК»



І. П. Качерай

068120
021800



МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ

**ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ
УНІВЕРСИТЕТ**

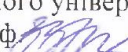
вул. Львівська, 11, м. Тернопіль, 46020; тел./факс +380 (352) 475051;
www.tneu.edu.ua; rektor@tneu.edu.ua; код ЄДРПОУ 33680120

№ _____


« _____ » _____ 20__ р

На № _____

«ПОГОДЖУЮ»

Проректор з наукової роботи
Тернопільського національного
економічного університету
д.е.н., проф.  З.-М.В. Задорожний

«ЗАТВЕРДЖУЮ»

Перший проректор
Тернопільського національного
економічного університету
к. ф.-м. н., доцент  М.І. Шинкарик



ДОВІДКА

**про впровадження результатів наукового дослідження
викладача кафедри банківської справи
Тернопільського національного економічного університету
Сегеди Людмили Миронівни у навчальний процес Тернопільського
національного економічного університету**

Основні наукові результати дисертаційного дослідження, розробки і рекомендації кандидатської дисертації на тему : «Грошово-кредитна політика центрального банку в умовах фінансової нестабільності» використовуються у навчальному процесі Тернопільського національного економічного університету при формуванні методичного забезпечення кафедри банківської справи та в процесі викладання курсів «Банківська справа», «Валютна політика», «Банківські кризи та антикризове управління».

Довідка видана для представлення у спеціалізовану вчену раду Тернопільського національного економічного університету по захисту дисертацій Д 58.082.01.

Завідуючий кафедрою банківської справи
Тернопільського національного
економічного університету
доктор економічних наук, професор



ТНЕУ
№ 126-06/1141 від 26.06.2018



О.В.Дзюблук