

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ІВАНА ФРАНКА

На правах рукопису

ПЕЛЕХ УЛЯНА ВАСИЛІВНА

УДК 336.781.5:33.76]:[338.23:336.74](477)

**МОНЕТАРНЕ РЕГУЛЮВАННЯ ПРОЦЕНТНИХ СТАВОК НА
ГРОШОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник:
кандидат економічних наук, доцент
Струк Наталія Семенівна

Львів – 2016

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. Теоретико-методичні основи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку	10
1.1. Економічна сутність та організаційна структура грошового ринку	10
1.2. Теоретичне підґрунтя та методичні засади монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку	31
1.3. Складові системи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України	56
Висновки до розділу 1	75
РОЗДІЛ 2. Аналіз стану монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України	77
2.1. Процентна політика Національного банку України та її інструменти	77
2.2. Факторний аналіз зміни процентних ставок на грошовому ринку України	95
2.3. Вплив активізації процентного каналу монетарного трансмісійного механізму на стабілізацію вітчизняного грошового ринку	112
Висновки до розділу 2	131
РОЗДІЛ 3. Перспективи розвитку системи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України	133
3.1. Світовий досвід монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку та можливості його використання в Україні	133
3.2. Напрями розвитку монетарного регулювання процентних ставок на вітчизняному грошовому ринку	161
3.3. Перспективи удосконалення системи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України	178
Висновки до розділу 3	200
ВИСНОВКИ	202
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	205
ДОДАТКИ	237

ВСТУП

Актуальність теми. Розбудова ринкової економіки в Україні, зважаючи на структурні й інституційні трансформації та наслідки економічної й політичної кризи, процеси глобалізації фінансової сфери актуалізують потребу дієвого регулювання елементів грошової системи. Найоперативнішою складовою економічної політики у ринковій економіці є монетарне регулювання, серед методів та інструментів якого чільне місце займає процентна політика центрального банку.

Проблематика застосування інструментів монетарного регулювання процентних ставок в Україні пов'язана з визначенням обґрунтованого рівня облікової ставки Національного банку України (НБУ), що сприяє стримуванню інфляційних процесів, забезпеченню стабільного функціонування грошового ринку й економічної системи країни загалом. Політика встановлення та підтримки високих процентних ставок для стримування інфляції негативно впливає не лише на реальний сектор економіки (обмеження платоспроможного попиту на кредити, підвищення межі окупності інвестиційних проектів і відсікання їх частини), але й на банківську систему країни. Зазначене підтверджує актуальність дослідження монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України.

Фундаментальні положення теорії та практики регулювання процентних ставок закладені у працях А. Гансена, Дж. Гікса, Дж. М. Кейнса, Р. Лукаса, К. Макконела, Є. Слущького, Дж. Тобіна, М. Туган-Барановського, М. Фрідмана та ін. Серед сучасних зарубіжних економістів вивченням цієї проблематики займаються Р. Баро, О. Бланшар, П. Ванг, К. Волш, М. Гудфренд, Ф. Мишкін, С. Моїсеєв, Дж. Тейлор та ін.

Різним аспектам грошово-кредитної політики та монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку приділяють увагу відомі вітчизняні вчені: Є. Алімпієв, С. Аржевітін, Г. Башнянин, А. Гальчинський, А. Гриценко, О. Дзюблюк, Ж. Довгань, О. Ковалюк, В. Козюк, О. Колодізєв,

М. Крупка, В. Лепушинський, Р. Лисенко, С. Лобозинська, І. Лютий, В. Міщенко, С. Міщенко, А. Мороз, О. Музичка, С. Науменкова, Б. Пшик, М. Савлук, А. Сомик, В. Стельмах, Н. Струк та ін.

Відаючи належне доробку науковців у цій сфері, зауважимо, що невирішеними є питання теоретичного й організаційно-методичного характеру стосовно реалізації комплексного підходу до вивчення монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку в Україні. Проблемними та дискусійними є підходи до регулювання процентної ставки для стримування інфляційних процесів, забезпечення стабільного функціонування грошового ринку та економічної системи країни. Тому нагальною потребою сьогодення є представлення системного підходу до монетарного регулювання процентних ставок на вітчизняному грошовому ринку та створення алгоритму розвитку такого регулювання.

Актуальність, теоретична та практична значущість сформульованих питань зумовили вибір теми дисертаційної роботи, її мету, структуру та завдання.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Положення та наукові результати дисертації використано при роботі над науково-дослідною темою у Львівському національному університеті імені Івана Франка «Фінансові стратегії розвитку економіки України» (державний реєстраційний номер 0112U004029) на кафедрі фінансів, грошового обігу і кредиту (довідка № 1620-Н від 06.04.2016), у межах якої узагальнено теоретичні підходи до обґрунтування та вдосконалено методичне забезпечення функціонування механізму монетарного регулювання процентних ставок грошового ринку України в умовах нестабільного середовища.

Мета та основні завдання дослідження. Метою дисертаційної роботи є розроблення теоретичних положень, методичних підходів та практичних рекомендацій щодо монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України.

Відповідно до поставленої мети вирішуються такі завдання:

- розкрити економічну сутність грошового ринку та представити його організаційну структуру;
- розвинути теоретичне підґрунтя та методичні засади монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку;
- ідентифікувати складові системи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України;
- виокремити основні етапи становлення процентної політики НБУ та розвинути її інструментарій;
- здійснити факторний аналіз зміни процентних ставок на грошовому ринку України;
- відобразити вплив активізації процентного каналу монетарного трансмісійного механізму на стабілізацію вітчизняного грошового ринку;
- з'ясувати можливості використання світового досвіду монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України;
- сформулювати напрями розвитку монетарного регулювання процентних ставок на вітчизняному грошовому ринку;
- обґрунтувати перспективи вдосконалення системи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України.

Об'єктом дослідження є процес монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України.

Предметом дослідження є сукупність теоретичних, організаційно-методичних і прикладних аспектів монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку.

Методи дослідження. Для досягнення мети і вирішення поставлених завдань у дисертаційній роботі використано загальнонаукові та емпіричні методи: діалектичний метод – для проведення моніторингу основних результатів попередніх досліджень за теоретичними і методичними аспектами; системний, історичний – для дослідження передумов виникнення монетарного регулювання процентних ставок, з'ясування теоретичного змісту основних понять і положень; економіко-статистичні методи – для визначення динаміки змін досліджуваного об'єкта; графічної та табличної інтерпретації – для

наочного відображення окремих теоретичних і прикладних результатів монетарного регулювання процентних ставок; поєднання системного підходу та загальнонаукових методів (аналізу, синтезу, індукції, дедукції, аналогії, конкретизації, абстрагування, групування, узагальнення) – для формування порядку здійснення монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України. Економіко-математичне моделювання проведено за допомогою економетричних пакетів Statistica 10 та EViews 8.0.

Інформаційною базою дослідження є наукові праці вітчизняних і зарубіжних авторів за тематикою дослідження; законодавчі й нормативні документи України та інших країн; енциклопедичні й довідкові видання; статистичні дані НБУ, Державного комітету статистики, матеріали центральних банків інших країн світу; матеріали міжнародних та всеукраїнських науково-практичних конференцій, періодичні видання, а також результати власних спостережень і розрахунків.

Наукова новизна дослідження полягає у поглибленні та розвитку теоретичних підходів до монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України в контексті формування сучасної грошово-кредитної політики та створення передумов для фінансової стабільності й економічного зростання.

Удосконалено:

– теоретико-прикладні засади монетарного регулювання процентних ставок на вітчизняному грошовому ринку, – це дало змогу представити його алгоритм через деталізацію, структурування й удосконалення процесу такого регулювання, що сприятиме стримуванню інфляційних процесів, забезпеченню стабільного функціонування грошового ринку та економічної системи країни;

– наукові положення щодо розкриття елементів системи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України, що дає підстави тлумачити її як сукупність структурних елементів та взаємозв'язків між ними, що забезпечують регулюючий вплив центрального банку на процентні ставки для досягнення мети монетарної політики;

– методичні підходи до визначення факторів, які впливають на зміну

процентних ставок на грошовому ринку, що уможливило побудову логічно-структурних схем для встановлення причинно-наслідкових зв'язків між обліковою ставкою центрального банку та макроекономічними показниками;

– механізм монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України шляхом модернізації його елементів, зокрема відображено зворотні зв'язки між заходами, що реалізуються, і показниками грошового ринку, що сприяє підтримці цільового рівня інфляції в країні;

набули подальшого розвитку:

– поняття грошового ринку як взаємодії суб'єктів господарювання під час руху грошових ресурсів країни, зважаючи на організаційну складову, синтезуючи фінансовий та макроекономічний наукові підходи, що дає підстави для його комплексного розуміння;

– тлумачення монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку як процесу впливу регулятора грошового ринку на процентні ставки, використовуючи методи, форми та інструменти регулювання, для досягнення стратегічних цілей монетарної політики держави, що уможливило представлення монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку як системи економічних відносин із організаційно-правовим і методичним підґрунтям, інструментарієм впливу суб'єкта регулювання на його об'єкт;

– інструментарій оцінювання взаємозв'язку значень монетарних і макроекономічних показників із обліковою ставкою НБУ на основі побудови кореляційно-регресійних моделей, що уможливило визначення рівня взаємного впливу;

– багатоаспектне відображення активізації процентного каналу монетарного трансмісійного механізму, що дало змогу систематизувати критерії, орієнтири та показники його впливу на регулювання процентних ставок на грошовому ринку України;

– науково-практичні рекомендації щодо використання світового досвіду інфляційного таргетування у механізмі монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України, що дало змогу в особливих випадках

виправдати втручання центрального банку в функціонування такого ринку для його стабілізації.

Практичне значення отриманих результатів полягає у розробленні методичних рекомендацій для проведення заходів грошово-кредитної політики щодо регулювання процентних ставок на грошовому ринку України. Результати дослідження використані в практичній діяльності ПАТ «Промінвестбанк» (довідка № 114-09/84 від 18.05.2016 р.), зокрема адміністрацією банку використано рекомендації стосовно стабілізації грошового ринку через застосування інструментарію монетарного регулювання процентних ставок, а також взято до уваги розроблений науково-методичний підхід до системи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку; АТ «Укресімбанк» (довідка № 060–09/1428 від 13.05.2016 р.) – використано результати дослідження стосовно організації, методики і практичних рекомендацій із удосконалення процесу регулювання процентних ставок на грошовому ринку України, а саме: здійснюється оцінювання стану функціонування інструментів монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України, шляхом установлення взаємозв'язку облікової ставки й основних монетарних і макроекономічних показників, використання розроблених рекомендацій дозволило вдосконалити процес установлення процентних ставок банком.

Теоретичні та науково-методичні положення дисертації застосовуються у навчальному процесі на економічному факультеті Львівського національного університету імені Івана Франка під час викладання дисциплін: «Гроші і кредит», «Центральний банк та грошово-кредитна політика», «Фінансовий ринок», «Ринок фінансових послуг» (довідка № 1619-Н від 06.04.2016) і на кафедрі права та менеджменту у сфері цивільного захисту Львівського державного університету безпеки життєдіяльності при викладанні дисципліни «Економічна теорія» (довідка № 8/2395/04-07 від 20.06.2014).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є самостійною, завершеною науковою роботою. Усі наукові результати, які викладені у дисертації і виносяться на захист, висновки, рекомендації та пропозиції

одержані автором самостійно та є його науковим доробком. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, використано лише ті ідеї і положення, які належать особисто здобувачу.

Апробація результатів дисертації. Результати дослідження доповідалися, обговорювалися на наукових конференціях і семінарах. Основні положення і результати, викладені в дисертації, апробовані й отримали позитивну оцінку на міжнародних і всеукраїнських науково-практичних конференціях: «Соціум. Наука. Культура» (Київ, 24-26 січня 2012 р.), «Місце та роль міждисциплінарних зв'язків при проведенні наукових досліджень» (м. Тернопіль, 31-31 січня 2012 р.), «Moderní vymoženosti vědy – 2012» (Praha, 27.01.2012 – 05.02.2012), «Актуальні проблеми забезпечення фінансово-економічної безпеки України» (м. Тернопіль, 18-20 квітня 2013 р.), «Перспективи сталого розвитку економіки: національний та регіональний аспекти» (Дніпропетровськ, 3-4 квітня 2015 р.), «Економіка, менеджмент та аудит: сучасні проблеми та напрями розвитку» (Львів, 29-30 травня 2015 р.), «Еколого-економічні проблеми у міжнародній торгівлі та інвестиціях» (Львів, 20-21 жовтня 2015 р.), «Інноваційна економіка: макро-, мезо- та макрорівні» (Херсон, 10-11 грудня 2015 р.), «Сучасні наукові погляди на економічний розвиток країни: теорії та пропозиції» (м. Ужгород, 11-12 грудня 2015 р.).

Публікації. За результатами дослідження опубліковано 21 наукову працю загальним обсягом 10,12 д. а., з яких особисто автору належить 9,58 д. а.: 10 статей у наукових фахових виданнях України (7,18 д.а., з них 8 одноосібних, особисто автору належить 6,64 д.а.), зокрема 2 статті у журналах, що входять до реєстру міжнародних наукометричних баз, 2 – у наукових періодичних виданнях інших держав (Німеччина, США) загальним обсягом 1,1 д.а. і 9 – у збірниках матеріалів тез доповідей на конференціях (1,84 д.а.).

Обсяг і структура роботи. Дисертаційна робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Основний зміст роботи викладено на 204 сторінках комп'ютерного тексту. Дисертація містить 45 рисунків, 11 таблиць, 13 формул, 10 додатків. Список використаних джерел налічує 286 найменувань і розміщений на 32 сторінках.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДИЧНІ ОСНОВИ МОНЕТАРНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ПРОЦЕНТНИХ СТАВОК НА ГРОШОВОМУ РИНКУ

1.1. Економічна сутність та організаційна структура грошового ринку

Грошовий ринок є важливою складовою ринкового механізму, в якому концентруються всі особливості економічних систем. Монетарна сфера ринкової економіки об'єднує ланки економічного і соціального життя та регулюється механізмами грошового ринку. Організація такого ринку і рівень ефективності його функціонування – важливий чинник вирішення економічних і соціальних завдань.

Поняття «грошовий ринок» виокремлено серед основних категорій наукових досліджень у сфері фінансів та грошового обігу. Проте в економічній літературі немає чіткого, однозначного його тлумачення. Найчастіше відбувається ототожнення його з фінансовим ринком, який для багатьох асоціюється з ринком цінних паперів або фондовим ринком чи навіть із його структурними складовими. Полеміка щодо визначення суті грошового ринку спричинена, насамперед, відсутністю законодавчого тлумачення його змісту. Для подання власної інтерпретації категорії «грошовий ринок» варто послідовно розглянути його категоріальні аспекти: суть і особливості розуміння за різними джерелами й підходами, його організаційні складові та взаємодію з пов'язаними категоріями.

Дослідженню проблематики грошового ринку присвячені численні праці іноземних та українських вчених-економістів. Започаткували дослідження грошового ринку А. Маршал, Д. Рікардо, А. Сміт, що почали розглядати монетарну сферу як динамічну складову економіки, що залежить від механізмів попиту та пропозиції на гроші [45; 162].

У XIX-XX ст. Д. Патінкін, А. Пігу, Ж. Б. Сей, І. Фішер розширили поняття грошового ринку. Й. Шумпетер особливу увагу зосередив на його спільних та відмінних ознаках із ринком капіталу, де визначаються пріоритети підприємницького інвестування. Ринок капіталу він ототожнював із ринком грошей [90, с. 371]. Українські вчені-економісти Є. Слущкий [7], М. Туган-Барановський [28] у монетарному напрямі досліджень випереджали іноземних вчених. Зокрема, Є. Слущкий застосував математичний метод для розробок теорій граничної корисності та споживчого попиту, обґрунтував основи теорії ринку [203], М. Туган-Барановський досліджував положення кон'юнктурної теорії вартості грошей, цього вченого виокремлюємо серед перших прибічників активної участі уряду, через монетарну політику, в економічному житті суспільства [81]. Висвітлення грошової проблематики знайшли відображення у працях М. Зібера [95], Р. Орженцького [119].

В українській економіці дослідження грошового ринку особливо актуальне, у зв'язку з його визначальною роллю у формуванні ринкових механізмів. Відсутність повноцінного грошового ринку є обмежуючим чинником для поглиблення трансформаційних процесів.

Погоджуємося з Т. Г. Савченком [168, с. 262], який, узагальнивши відповідні визначення, наведені в енциклопедичній та науковій літературі, виокремив три основні підходи до трактування грошового ринку (табл. 1.1).

Представники першого підходу трактують грошовий ринок найбільш широко: не визначаються обмеження щодо строковості та переліку операцій, які можуть здійснюватися на такому ринку. Підкреслюється лише специфіка товару, який купується та продається, – грошей, а також визначається окрема форма ціни такого товару – процентна ставка.

У межах другого підходу при визначенні сутності грошового ринку акцентується увага на депозитних і кредитних операціях, які здійснюються учасниками ринку для перерозподілу тимчасових надлишків грошових коштів у кредити. Представники такого підходу підкреслюють короткостроковий характер операцій. Зауважимо, що згаданий підхід є найбільш розповсюдженим серед науковців Російської Федерації [16; 160; 181]. Серед українських вчених також є прихильники цього підходу [10; 88; 132; 138].

Таблиця 1.1

Основні наукові підходи до розкриття сутності грошового ринку

№ пор.	Розкриття сутності грошового ринку	Наукові підходи	Автори
1	Будь-який ринок позикових коштів, на якому купується та продається специфічний товар – гроші	Комплексний підхід, що відображає найбільш широке розуміння грошового ринку	А. В. Демківський [38], О. В. Зайцев [138], Б. Л. Луців [32], К. Р. Макконнелл, С. Л. Брю [90], В. М. Опарін [192], В. С. Автономов, Д. У. Пирс [176], М. І. Савлук [31], Б. Г. Скоков [175].
2	Ринок, на якому здійснюються депозитно-кредитні операції короткострокового характеру	Процесний підхід, що відображає залучення та розміщення тимчасово вільних грошових коштів	А. Н. Азриліян [16], С. Б. Ільїна, В. П. Шило, В. І. Кисла [168], М. Г. Лапуста, П. С. Нікольський [181], І. О. Лютий [88], С. О. Маслова [96], А. М. Мороз [8], Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовський [160], Peter Rose [272].
3	Ринки, на яких купуються та продаються короткострокові (до 1 року) фінансові (боргові) інструменти	Об'єктний підхід, в якому акцентується на інструментах грошового ринку	Р. Л. Міллер, Д. Д. Ван-Хуз [97], В. Н. Шимов, В. С. Каменков [177], R. Glenn Hubbard [241], Hazel Johnson [245], Frederic Mishkin [251], Lawrence Ritter, William Silber [270].

Джерело: розроблено автором

Третій підхід до трактування грошового ринку - найбільш вузький: купівля – продаж короткострокових (до 1 року) фінансових (боргових) інструментів. По-перше, встановлюється обмеження щодо виду (переліку) інструментів, які використовуються для здійснення операцій на грошовому ринку, по-друге, діє жорстке обмеження щодо строковості таких інструментів. Такий підхід найбільш розповсюджений у країнах із розвинутою ринковою економікою [241; 245; 250; 270].

У країнах із розвинутою економікою як англomовний аналог поняття «грошовий ринок» використовується «money market». В умовах глобалізації світової економіки відбуваються процеси, які формують специфіку сучасного грошового ринку та визначають його як міжнародний дилерський ринок короткострокових фінансових зобов'язань країни, фірм і фінансових організацій.

Доречно також розглянути трактування грошового ринку в нормативно-правовій літературі та публікаціях фахівців Національного банку України (далі

– НБУ). У нормативних документах, які визначають порядок функціонування вітчизняної банківської системи, не наводиться визначення грошового ринку. У статтях 1, 24, 51 та ст. 52 Закону України «Про Національний банк України» № 679-14 використовується поняття «грошово-кредитний ринок» [145]. Воно також згадується у підзаконних нормативно-правових актах НБУ (положеннях, правилах, інструкціях), активно вживається у наукових публікаціях фахівців НБУ [101; 147; 149].

За своїм змістом поняття «грошовий ринок» та «грошово-кредитний ринок» є близькими. Проте «грошово-кредитний ринок» часто використовується для позначення сегмента грошового ринку, який перебуває під безпосереднім регуляторним впливом НБУ. Такий вплив в основному здійснюється за допомогою інструментів грошово-кредитної політики. Враховуючи практику застосування поняття «грошово-кредитний ринок», зауважимо, що воно використовується для позначення міжбанківського сегмента грошового ринку, який включає гривневу та валютну складові. З одного боку, такий підхід об'єктивно обумовлюється цілями та функціями НБУ, а з іншого, – виключення роздрібного сегмента грошового ринку порушує цілісність сприйняття економічних відносин, які реалізуються на грошовому ринку. Крім того, у більшості випадків зміст поняття «грошовий ринок» не обмежується лише міжбанківськими відносинами.

Досліджуючи природу грошового ринку, О. Н. Мисько та Ю. В. Пашкус визначають його як вторинний ринок позикових капіталів, на якому обертаються специфічні та властиві йому інструменти, які розрізняються за статусом (акція або облігація), за типом власності (приватні або державні), за терміном дії, мірою ліквідності, характером ризику (збанкрутілий або ринковий) [123].

Грошовий ринок як вторинний за характером свого функціонування найбільш тісно пов'язаний із кредитними ринками. Американський економіст Ф. Мишкін звертає увагу на те, що «вторинні ринки виконують дві функції. Перша полягає у полегшенні продажу фінансових інструментів для мобілізації коштів, тобто ринки роблять фінансові інструменти більш ліквідними. Тому для фірми-емітента легше продати їх на первинному ринку. Друга функція

вторинних ринків – визначення ціни цінного паперу, який фірма-емітент продає на первинному ринку. Фірми, купуючи цінні папери на первинному ринку, сплачують корпорації, яка їх випускає, тільки ту ціну, яку вторинний ринок встановлює для цінного паперу. Чим вищою є вартість цінних паперів на вторинному ринку, тим вищою буде ціна, за якою фірма-емітент продасть цінний папір. Умови на вторинному ринку є найважливішими для корпорації, яка випускає цінні папери» [100, с. 78].

Для глибшого розуміння суті грошового ринку, представимо його зв'язок із фінансовим ринком. У трактуванні цього взаємозв'язку спостерігаємо розбіжності в поглядах між представниками різних економічних шкіл.

Одна група авторів ототожнює фінансовий ринок із грошовим [32; 59; 108; 212]. Грошовий ринок ними характеризується як сукупність грошових ресурсів країни, що постійно переміщуються (розподіляються та перерозподіляються) під впливом попиту та пропозиції з боку різних суб'єктів економіки. Він включає ринок грошей (короткострокових позичок і фінансових активів) і ринок капіталів (цінних паперів, середньо- та довгострокових позичок). Причому за видами інструментів грошовий ринок складається з двох взаємозв'язаних і доповнюючих один одного, але функціонуючих окремо, ринків: позикових капіталів та цінних паперів. «Надалі ринок грошей (монетарний ринок) визначається як мережа спеціальних інституцій, що забезпечують взаємодію попиту та пропозиції на гроші, як специфічний товар» [31, с. 100].

У межах другого підходу фінансовий ринок поділяється на ринок грошей та ринок капіталів [63; 192]. У прихильників цього підходу спостерігаємо ототожнення понять «грошовий ринок» і «ринок грошей».

Третя група дослідників визначає грошовий ринок як складову фінансового ринку [55; 57; 209].

Погоджуючись із більшістю авторів, що дотримуються першого підходу, вбачаємо суттєві відмінності між поняттями «грошовий ринок» та «ринок грошей», на нашу думку, ринок грошей – це монетарний ринок, представлений мережею закладів та інституцій, які забезпечують взаємодію та реалізацію

механізму попиту на гроші. Стосовно ж грошового ринку, то нами виокремлено два підходи до його структуризації: фінансовий та макроекономічний.

Фінансовий підхід до грошового ринку ґрунтується на функціонуванні фінансового ринку (рис. 1.1). Такий підхід дає змогу аналізувати процеси у взаємодії з окремими ринковими структурами. Місце грошового ринку в структурі фінансового ринку визначається, виходячи з функцій, які виконують гроші.

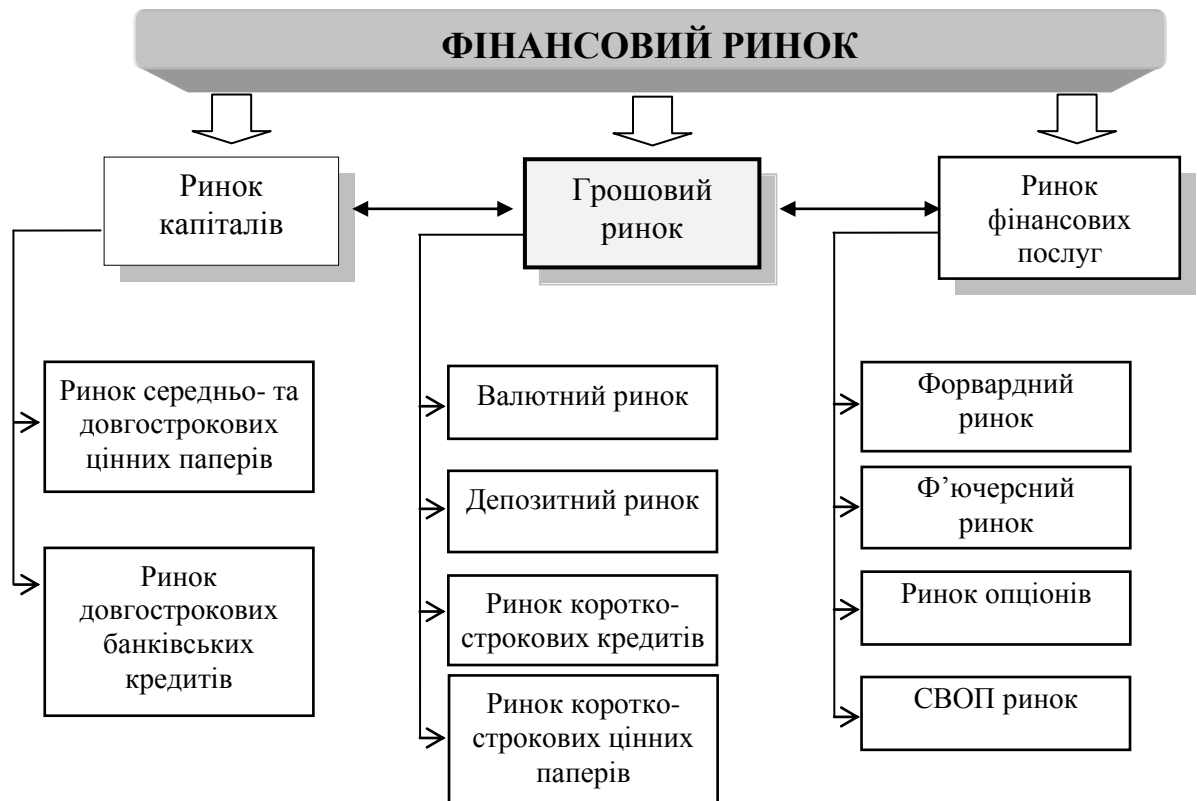


Рис. 1.1. Відображення фінансового підходу до структуризації грошового ринку

Джерело: розроблено автором за [32; 48; 55; 57; 63; 108; 192; 209]

Використання грошей для процесу відтворення в економіці, особливості залучення грошей, канали їх проходження від кредитора до позичальника, характер функціонування, документальне забезпечення використання грошей є підставою для розмежування грошового та фінансового ринку.

Важливо звернути увагу на роль інструментів грошового ринку в процесі економічного відтворення за макроекономічним підходом. У макроекономіці під грошовим ринком розуміють сукупність відносин між банківською системою, яка створює платіжні засоби, і суб'єктами економічної діяльності,

крім банків, які формують попит на гроші. Макроекономічне розуміння грошового ринку є ширшим від його інтерпретації фінансистами (рис. 1.2).

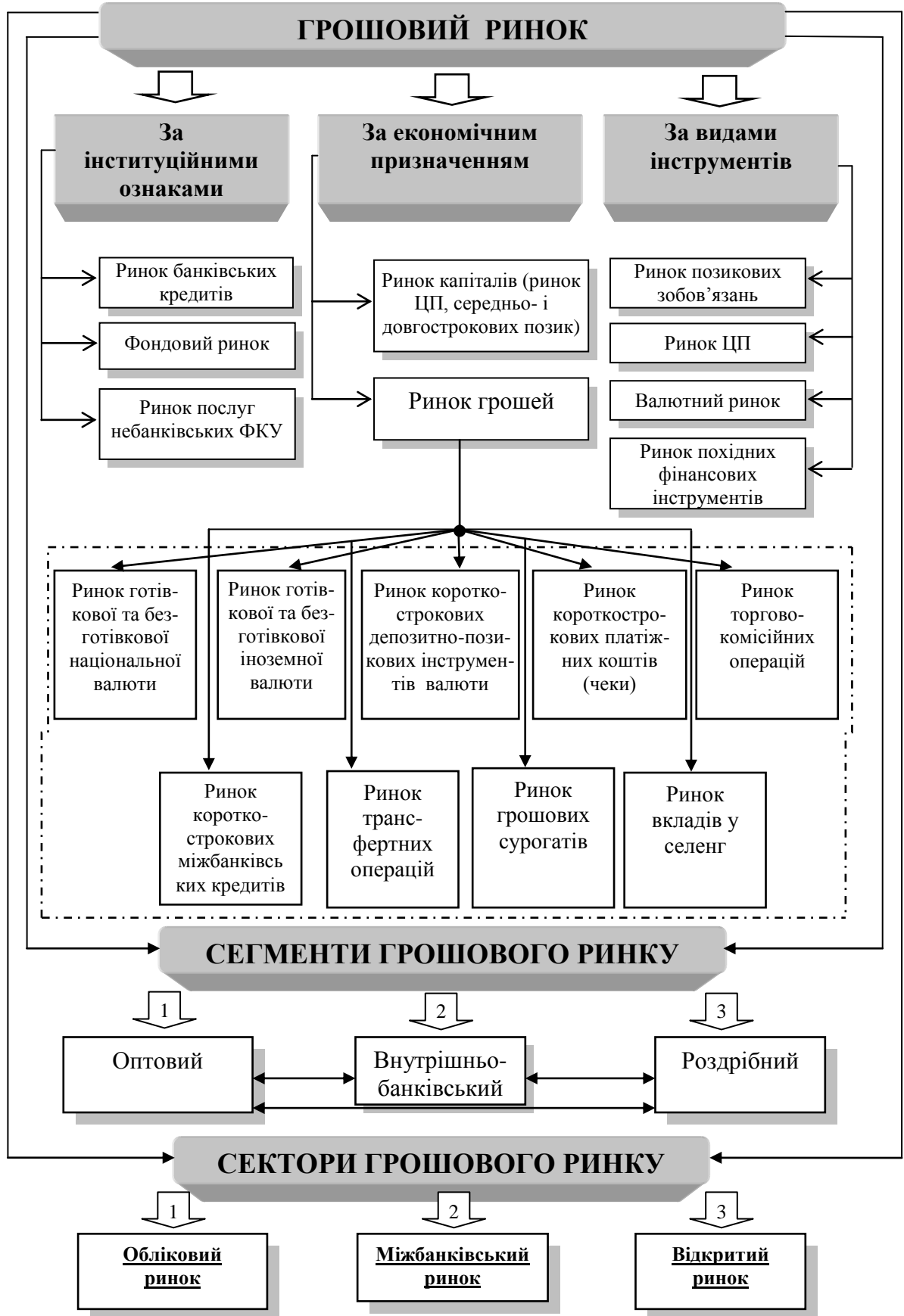


Рис. 1.2. Інтерпретація макроекономічного підходу до структуризації грошового ринку України

Джерело: розроблено автором за [48; 69; 167; 206; 211]

Так, Б. С. Івасів, Ф. С. Мишкін ототожнюють поняття «фінансовий ринок» та «грошовий ринок», стверджуючи, що головний зміст полягає у «сфері економічних відносин між суб'єктами ринку в процесі формування та реалізації попиту і пропозиції фінансових активів» [59; 100]. Як зазначає Д. І. Коваленко, «ототожнення досліджуваних понять можливе, якщо сам фінансовий ринок трактувати широко — як особливий сектор ринку, на якому формуються і балансуються попит і пропозиція на всі види фінансових інструментів (гроші, облігації, акції, депозитні сертифікати, тощо). У сучасних умовах грошовий ринок охоплює сукупності операцій з короткостроковим та довгостроковим позиковим капіталом» [69, с. 68].

На думку І. А. Краївської та Б. Г. Скокова, розмежування грошового ринку на ринок грошей і ринок капіталів із позиції макроекономічних досліджень має умовний характер: «запозичення грошей на термін до одного року не гарантує того, що наявний в обігу позичальника капітал не збільшиться за такий термін. І навпаки, запозичення грошей на термін, більший за один рік, не гарантує того, що ці грошові кошти не будуть використані для здійснення короткострокових платежів і не вплинуть на кон'юнктуру ринку грошей. Саме через це ототожнюються поняття фінансового та грошового ринку» [175, с. 91].

Українські вчені звертають увагу, що на грошовому ринку купується і продається особливий товар, формується попит, пропозиція і ціна на цей товар. Для реалізації властивих грошовому ринку функцій із позицій макроекономічного підходу потрібна відповідна структуризація, яка повинна сприяти підвищенню мобільності переміщення коштів [31, с. 112]: 1) за інституційними ознаками грошових коштів; 2) за економічним призначенням грошових коштів, що купуються на ринку; 3) за видами інструментів, що застосовуються для переміщення грошей від продавця до покупця.

Зазначене дає підстави для структуризації грошового ринку за класифікаційними ознаками (додаток А).

Макроекономічний підхід передбачає, що грошовий ринок досягає найбільшої ефективності, якщо задіяні всі його складові. Залежно від

призначення й рівня ліквідності фінансових активів розрізняють два види грошового ринку: ринок грошей та ринок капіталів (див. рис. 1.2).

Ринок грошей – монетарний ринок, де продаються грошові кошти у вигляді короткострокових позик і депозитних операцій для обслуговування руху обігових коштів підприємств, банків, населення і держави. Об'єктом купівлі-продажу є тимчасово вільні кошти, а суб'єктами ринку грошей виступають фінансово-кредитні інституції, які мобілізують і перерозподіляють грошові кошти юридичних, фізичних осіб та держави.

Ринок грошей складається з валютного ринку та ринку банківських кредитів. Для ринку грошей характерне те, що він чутливий до будь-яких змін в економіці та фінансовій сфері. Через це він є найбільш достовірним індикатором кон'юнктури грошового ринку і слугує базою для формування процентної політики в країні.

Особливістю ринку капіталів є те, що попит і пропозиція тут менш еластичні, рівень процентної ставки більш стабільний. Фінансові активи, що обертаються на ринку капіталів, як правило, менш ліквідні, мають найбільший рівень фінансового ризику і, відповідно, високий рівень доходності.

При розкритті сутності та структури грошового ринку варто враховувати його специфічні вимоги. Погоджуючись із Т. Г. Савченком, до таких вимог віднесемо: комплексність і системність, чітку внутрішню сегментацію, встановлення обґрунтованих меж, визначення взаємозв'язків між суб'єктами, які реалізуються через три основні сегменти грошового ринку: роздрібного, внутрішньобанківського, оптового (міжбанківського) [168, с. 265].

Грошовий ринок доцільно досліджувати за такими секторами: обліковим, міжбанківським та відкритим. На обліковому ринку короткострокові грошові ресурси перерозподіляються шляхом купівлі-продажу цінних паперів терміном погашення до 1 року. Строки угод на міжбанківських ринках коливаються від одного дня до року. В розвинутих банківських системах міжбанківські ринки використовуються для конвертації короткострокових позик у довгострокові через використання запозичень фінансових інституцій із подальшим наданням позик клієнтам на більш тривалі терміни. На відкритому ринку здійснюється

купівля-продаж цінних паперів (короткострокових зобов'язань держави) центральним банком (далі - ЦБ).

Виокремлення двох ключових підходів до структурування грошового ринку уможливило представлення основи його функціонування. Слушною є думка А. Б. Лелика, що «макроекономічний аспект поглядів на грошовий ринок дає змогу використати значну теоретичну базу економічної теорії та здійснити глибокий аналіз механізму ринкової економіки. Фінансовий аспект поглядів на грошовий ринок дає змогу здійснювати його аналіз у контексті процесів в реальній економіці та взаємодії з ринковими структурами» [83, с. 192].

Отож, грошовий ринок:

- за фінансовим підходом – це сукупність фінансово-кредитних відносин між суб'єктами ринку, що активізує грошовий обіг;
- за макроекономічним підходом – це структурний елемент національного ринку, сукупність грошових ресурсів країни, що постійно переміщуються, розподіляються та перерозподіляються під впливом його суб'єктів.

Під час аналізу стану функціонування грошового ринку та макроекономічних процесів на ньому макроекономічний та фінансовий підходи повинні доповнювати один одного.

Доречно зауважити, що в організаційному контексті грошовий ринок – сукупність суб'єктів, які організують та супроводжують перехід коштів від їх власників до позичальників. Для подальшого вивчення об'єкта дослідження надалі розглядатимемо сегмент грошового ринку, який перебуває під безпосереднім впливом НБУ в процесі реалізації монетарного регулювання процентних ставок.

Для чіткого розуміння порядку функціонування грошового ринку з'ясуємо його структурні елементи: об'єкт, суб'єкти та інструменти. Об'єктом купівлі-продажу на грошовому ринку є тимчасово вільні кошти, що постійно переміщуються (розподіляються та перерозподіляються) під впливом попиту і пропозиції. Щодо суб'єктів грошового ринку, то, як зазначає Т. Г. Савченко, їх структура залежить від специфіки національної системи державного

регулювання, проте перелік основних учасників та їх функції збігаються [168, с. 264]. Погоджуємося зі М. І. Савлуком, що особливе місце серед суб'єктів грошового ринку займають ЦБ. Будучи «банками банків», вони можуть обслуговувати міжбанківські відносини на грошовому ринку, наприклад здійснювати операції рефінансування, регулювати міжбанківські операції, валютні операції тощо [31]. За результатами проведеного дослідження у літературних джерелах виокремимо основних суб'єктів грошового ринку, які забезпечують його ефективне функціонування та розвиток у сучасній трансформаційній економіці (рис. 1.3).

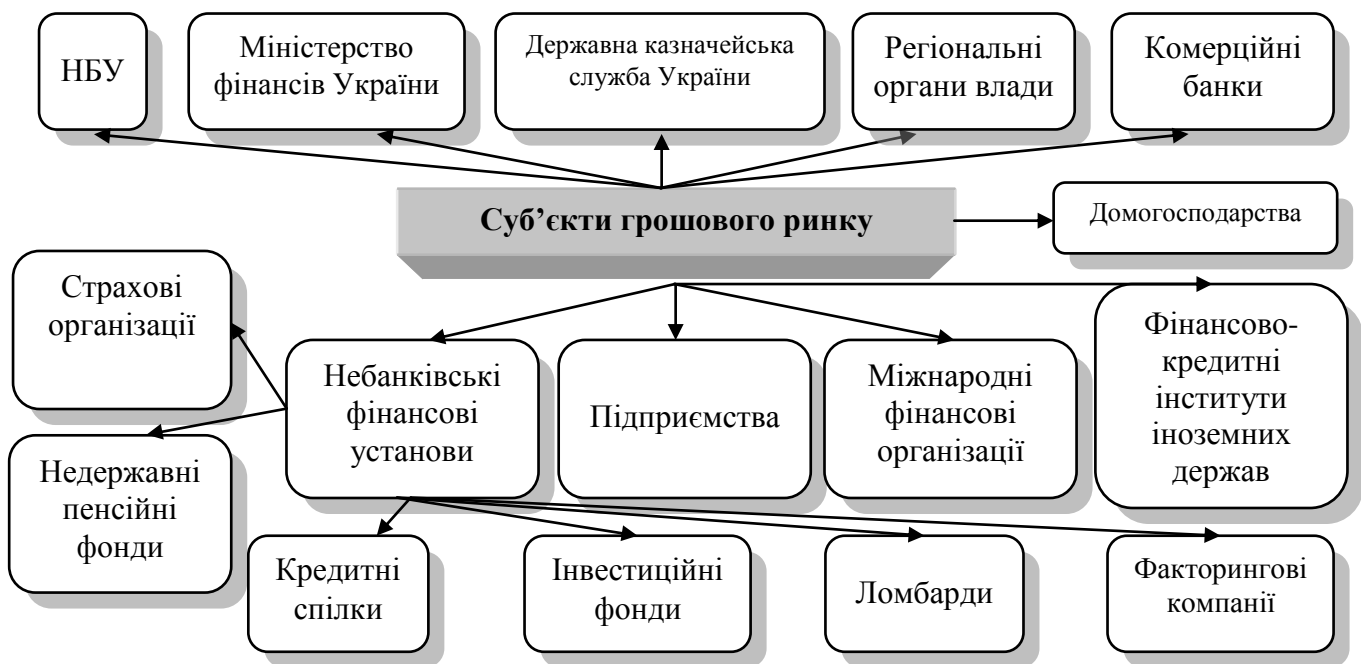


Рис. 1.3. Основні суб'єкти грошового ринку України

Джерело: розроблено автором за [31; 48, с. 22-23, 26; 69, с. 73; 158; 168; 209, с. 111]

Як відомо, операції на грошовому ринку здійснюються за допомогою певних інструментів. Аналіз джерел [22; 25; 48; 69; 103; 144; 152; 208] дає підстави класифікувати інструменти грошового ринку таким чином:

- інструменти позикових зобов'язань (грошові кошти, депозитні та кредитні угоди);
- інструменти валютного ринку (іноземна валюта, розрахункові валютні документи, а також окремі види цінних паперів, які обслуговують цей ринок);

- інструменти ринку цінних паперів (боргові та неборгові (банківські акцепти, векселі, казначейські зобов'язання, облигації, ощадні сертифікати, трастові угоди));
- інструменти ринку похідних фінансових інструментів (деривативів (ф'ючерси, форварди, опціони, свопи та ін.)).

У контексті нашого дослідження заслуговує уваги класифікація інструментів грошового ринку, запропонована Т. Г. Савченком та Я. О. Піонтковською. Зважаючи на вплив інструментів на кон'юнктуру грошового ринку, їх поділено на дві групи [169]:

- 1) регулюючі інструменти – основні економічні засоби й методи грошово-кредитної політики НБУ;
- 2) економічні інструменти – фінансові інструменти, які можуть використовуватись у взаємовідносинах між банками другого рівня, а також застосовуються для здійснення операцій банку з клієнтами (юридичними та фізичними особами).

Погоджуючись із таким поділом, надалі під інструментами монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку розумітимемо засоби й методи процентної політики НБУ.

Грошовий ринок, як і будь-який інший, функціонує для досягнення рівноваги між попитом і пропозицією на всі його інструменти. Під впливом попиту та пропозиції встановлюється й ціна на грошовому ринку, яка формується на основі процента за користування коштами.

Проблема попиту на гроші в монетарних теоріях займає центральне місце. Традиційними є концептуальні розбіжності у тлумаченні попиту на гроші. Для кейнсіанців попит на гроші є нестабільним, що зумовлює потребу в проведенні дискреційної грошово-кредитної політики через зміну пропозиції грошей. Монетаристи займають протилежну позицію, згідно з якою попит на гроші є стабільним, що усуває потребу в зміні пропозиції грошей та вимагає лише дотримання монетаристського «грошового правила», згідно з яким щорічні темпи зростання пропозиції грошей повинні відповідати темпам зростання ВВП.

Попит на гроші в структурі грошового ринку формується у різних сферах економічної діяльності. М. І. Савлук звертає увагу на таку особливість попиту на гроші, оскільки він є статичним «запасом», а не «поток». «На відміну від звичайного попиту на товарних ринках, який формується як потік куплених товарів за певний період, попит на гроші виступає як запас грошей, який прагнуть мати у своєму розпорядженні економічні суб'єкти на певний момент» [31, с. 118]. Якщо для широкого загалу попит на гроші трактується як абсолютна величина грошової маси, яку індивіди прагнуть необмежено збільшувати, то в економічній теорії попит на гроші визначається як частина доходу, яку індивіди прагнуть мати у грошовій формі.

Якщо власники портфельів активів надають перевагу ліквідній формі, то це означатиме зростання попиту на гроші, і навпаки. Такий (портфельний) підхід до вивчення попиту на гроші був застосований Дж. М. Кейнсом, який назвав трактування попиту на гроші теорією переваги ліквідності [31, с. 118].

Український вчений А. С. Гальчинський звертає увагу, що попит на гроші розглядається неоднозначно, та пропонує сутнісно розрізняти «попит на гроші» та «попит на грошовий дохід». У першому випадку йдеться про запас грошей, на певний, фіксований у часі, момент. Запас грошей можливо збільшити шляхом перерозподілу доходу, що для автора є суттю грошового попиту [25, с. 7].

Формують попит на гроші суб'єкти господарювання (далі - СГ) та окремі індивіди, які визначають грошову складову свого багатства. Найбільш вдало відобразив суть попиту на гроші американський економіст І. Фішер у книзі «Купівельна спроможність грошей» (1912), де запропонував відоме кількісне рівняння [68]:

$$Mv = \Sigma QP, \quad (1.1)$$

де M – гроші, що перебувають в обігу;

v – швидкість обертання грошей;

P – ціна одиниці товару;

Q – обсяг реального випуску.

Формують попит на гроші всі учасники грошового ринку, проте визначальний вплив на його динаміку мають ЦБ, які, з одного боку, проводять певну грошово-кредитну політику, а з другого, – володіють значними централізованими кредитними ресурсами.

При дослідженні попиту на гроші важливо розмежовувати поняття «попит на гроші», «мотиви попиту на гроші» та «чинники формування попиту на гроші». Значення поняття «мотив» пов'язане з прагненнями, які стимулюють або визначають певні дії. Грошовий попит визначають мотиви СГ володіти грошима для виконання певної функції, що властива грошам. Розуміння попиту на гроші пов'язане зі сформованими мотивами володіти певним запасом грошей за визначених економічних умов. У формуванні певного виду попиту на гроші можуть використовуватися різні мотиви попиту. «Чинники формування попиту на гроші» окреслюють причинами, що впливають на попит на гроші.

Погоджуємося зі М. І. Савлуком у тому, що «ціль накопичення грошей впливає зі самих їх (грошей) функцій як купівельного і платіжного засобу та як засобу нагромадження вартості (багатства). У першому випадку метою є створення запасу купівельних і платіжних засобів, достатнього для задоволення поточних потреб економічних суб'єктів у товарах та послугах, у другому - накопичення грошей як капіталу, форми багатства, що спроможна давати власникові дохід у вигляді процента. Може бути і третій випадок, коли накопичення певних запасів грошей підпорядковується першій і другій цілям одночасно» [31, с. 118].

Відповідно до цілей накопичення грошей попит на них можна розділити на три частини: попит на поточний запас платіжних засобів; попит на постійний запас грошей як форму багатства, що призначена давати додатковий дохід їх власникові; попит на запас грошей для здійснення майбутніх платежів та одержання додаткових доходів.

Мотиви попиту на гроші є традиційним об'єктом наукових досліджень та дискусій. Тому доречно представити систематизовані підходи до їх класифікації за авторами у табл. 1.2.

Таблиця 1.2

Види мотивів попиту на гроші у працях вітчизняних вчених

№ з/п	Автори	Види мотивів попиту на гроші
1	А. В. Демківський [38], С. М. Еш [48, с.187], М. І. Савлук, А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна, І. М. Лазепко, І. М. Шамова, І. В. Токмакова [31], Б. І. Скоков, І. А. Краївська [175]	- трансакційний (для задоволення поточних потреб); - мотив завбачливості; - спекулятивний.
2	А. І. Щетинін [212, с. 115]	- трансакційний; - попит на гроші як на активи; - спекулятивний.
3	Д. І. Коваленко, В. В. Венгер [69, с. 77], П. В. Круш, І. А. Максименко [80]	- попит на гроші для операцій (трансакційний мотив); - мотив для накопичення купівельної спроможності (попит на гроші як на актив).
4	І. М. Михайловська, Р. С. Квасницька [99]	- трансакційний; - мотив перестороги; - спекулятивний.
5	О. М. Колодізев, І. О. Губарева, Є. М. Огородня [74]	- трансакційний; - обережності; - спекулятивний.

Джерело: розроблено автором

З табл. 1.2 бачимо, що домінуючою є система мотивів попиту на гроші, запропонована Дж. М. Кейнсом (він виділяє трансакційний, завбачливості та спекулятивний мотиви) [65, с. 134].

Трансакційний мотив полягає в тому, що економічні суб'єкти постійно відчують потребу в певному запасі грошей для здійснення поточних платежів. Ці гроші повинні бути в формі, придатній для їх негайного використання, тобто бути наявними (готівка чи вклади до запитання). Запас таких грошей створює для власника значні зручності, бо забезпечує йому належну ліквідність і авторитет платоспроможного контрагента.

Мотив завбачливості зводиться до того, що юридичні та фізичні особи бажають мати запас грошей як ресурс купівельної спроможності для можливості задовольнити непередбачувані потреби чи скористатися перевагами несподіваних можливостей. Такий запас має страхове призначення, є більш довготривалий, ніж операційний.

Спекулятивний мотив попиту на гроші полягає в тому, що СГ бажають мати у своєму розпорядженні певний запас грошей, щоб за сприятливих умов перетворити їх у високодохідні фінансові інструменти, а при виникненні

загрози зниження дохідності та ризику збитковості фінансових інструментів перетворити їх у грошову форму.

Ідея спекулятивного мотиву попиту на гроші привнесена в економічну теорію Дж. М. Кейнсом. Її головна перевага у тому, що вона відкрила шлях до встановлення залежності попиту на гроші та накопичення грошей від зміни процента. Визнання цієї залежності сприяло осмисленню широких можливостей використання процента для регулювання грошової маси, перетворення його в центральний інструмент грошово-кредитної політики.

Після Дж. М. Кейнса ідея спекулятивного попиту на гроші набула істотного розвитку в працях Дж. Тобіна, У. Баумола та інших економістів. Зокрема, вони довели, що спекулятивний мотив впливає на весь обсяг попиту на гроші, тобто і на трансакційну, і на завбачливу його складові [31, с. 121]. Такий підхід істотно розширює роль процента як фактора формування попиту на гроші.

У монетарній теорії визначені головні чинники формування попиту на гроші: дохід, рівень цін та альтернативна вартість зберігання грошей (норма відсотка). На підставі емпіричних досліджень встановлено, що найбільш впливовим чинником формування попиту на гроші є дохід, еластичність якого до попиту на гроші складає 0,7 [197, с. 546]. Альтернативна вартість зберігання грошей впливає на номінальний та реальний попит на гроші. Зв'язок попиту на гроші з цінами має пряму і лінійну залежність, що обумовлено потребою у додаткових платіжних засобах для проведення розрахунків.

На рис. 1.4 узагальнені чинники формування та зміни попиту на гроші. Зміна будь-якого чинника впливу змінює мотиви попиту на гроші та структуру розподілу доходу. За економічним змістом попит на гроші є попитом на реальні грошові залишки, що є величиною грошових залишків із врахуванням їх купівельної спроможності. Для більш повного визначення впливу окремих мотивів варто врахувати динаміку номінальних та реальних процентних ставок.

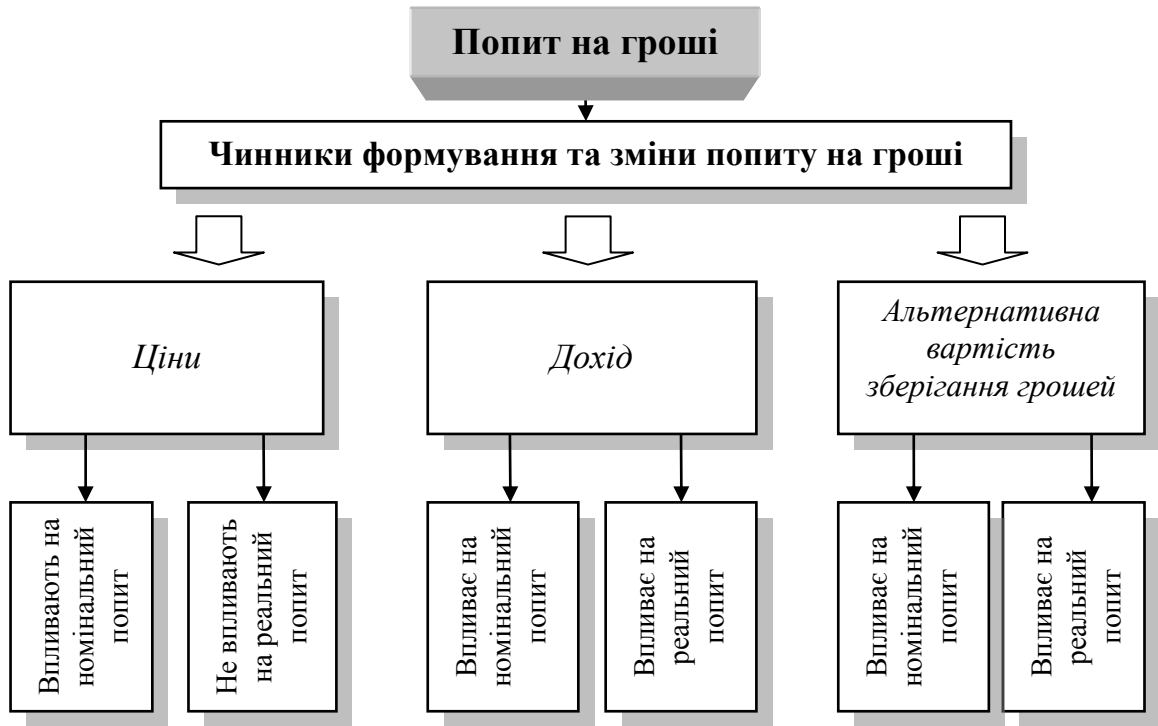


Рис. 1.4. Чинники формування та зміни попиту на гроші

Джерело: розроблено автором за [38; 74; 212]

Отже, попит на гроші залежить від рівня цін, зростання (зниження) реальних доходів і зміни норми процента. Функціональну залежність попиту на гроші (M_d) можна відобразити таким чином:

$$M_d = f(P, Y, R), \quad (1.2)$$

при цьому:

- а) зростання цін (P) викликає пропорційне зростання попиту на номінальні грошові запаси, а реальний попит на гроші залишається незмінним;
- б) вищий рівень реальних доходів (Y) збільшує попит на реальні грошові залишки;
- в) зростання альтернативної вартості зберігання грошей (R) зменшує попит на реальні грошові залишки.

М. Фрідман розвинув теорію Дж. М. Кейнса, розглянувши інші чинники впливу на попит на гроші.

Сучасні дослідники теорії грошей [31; 74; 99; 121], окрім згаданих традиційних, визначають ще такі чинники впливу на попит: накопичення багатства (B), рівень інфляції (I), очікування змін ринкової кон'юнктури (O). З

урахуванням цих чинників функціональну залежність попиту на гроші (M_d) представимо у такому вигляді:

$$M_d = f(P, Y, R, V, I, O), \quad (1.3)$$

при цьому:

- а) зі збільшенням багатства (V) зростатиме і попит на гроші;
- б) в умовах зростання інфляції (I) попит на гроші буде знижуватися;
- в) очікування змін ринкової кон'юнктури (O) пов'язане з інфляційними

очікуваннями. Спад товарної пропозиції, посилення товарного дефіциту буде сприяти накопиченню багатства у товарній формі, що спричинить зниження попиту на гроші.

В економічній теорії як альтернативний чинник протидії попиту на грошовому ринку розглядається пропозиція. Зауважимо, що не існує єдиного визначення суті пропозиції грошей. У одних джерелах пропозицію грошей розглядають як сукупність загальноприйнятих грошових засобів в економіці [75], у інших – процес створення додаткових платіжних коштів, які надходять у канали готівкового та безготівкового грошового обігу [59, с. 180]. Пропозицію грошей також трактують як кількість грошей, що наявна у національній економіці на певний момент часу [91, с. 104]. Проте найчастіше під пропозицією грошей розуміють кількість грошей, що перебуває у розпорядженні економічних суб'єктів, яку вони можуть спрямувати в оборот за сприятливих умов [31, с. 130; 38; 48, с. 182; 69, с. 84; 99, с. 90; 175, с. 94].

Слушною є думка вчених-економістів [31; 38; 69; 99; 175], які розглядають пропозицію грошей на мікро- та макрорівні. Так, на рівні окремого СГ (мікрорівні) пропозиція грошей взаємодіє з попитом на гроші як його альтернатива. Якщо фактичний запас грошей окремого індивіда перевищує його попит на гроші, а це можливо за умови зростання альтернативної вартості зберігання грошей, то цей індивід пропонуватиме частину свого запасу грошей на ринок до продажу. І навпаки, за умови перевищення попиту над запасом індивід буде купувати їх на ринку чи іншими способами задовольняти попит. Тому на цьому рівні відбувається постійне чергування пропозиції та попиту.

На макроекономічному рівні пропозиція грошей формується по-іншому. Вважається, що це відбувається під впливом фактичної грошової маси в обігу, всі СГ одночасно не можуть запропонувати на ринку грошей більше від наявного у них запасу грошей. Тобто фактична маса грошей в обороті є природною межею пропозиції грошей. Якщо ж виникає потреба збільшити пропозицію понад цю межу, що можливо за зростання сукупного попиту на гроші, то це робиться тільки за допомогою додаткової емісії грошей. Тому емісія грошей призводить до зростання пропозиції грошей на грошовому ринку, а вилучення грошей із обороту – до скорочення грошової пропозиції.

Державні органи можуть втручатись у регулювання пропозиції грошей, але це втручання має бути обмеженим. Вони (державні органи) не можуть надмірно збільшувати пропозицію грошей на грошовому ринку. Згідно із «грошовим правилом» М. Фрідмана пропозиція грошей щорічно повинна збільшуватися на 3-5 %, незалежно від фази циклу і поточної кон'юнктури на внутрішньому і зовнішньому ринках [197, с. 545].

Вчені-економісти стверджують, що на обсяг грошової пропозиції суттєво впливають такі макроекономічні чинники [31; 38; 50; 69; 99; 175]:

- грошова база, яка формується на основі банківських резервів та готівки в обігу поза банками;
- грошово-кредитний мультиплікатор.

Грошова база перебуває під повним контролем ЦБ, а зміни, які впливають на обсяг грошової бази, здійснюються за його рішеннями, шляхом проведення операцій на відкритому ринку, рефінансування комерційних банків, валютної інтервенції.

За словами А. І. Щетиніна, «незважаючи на монополію ЦБ на емісію грошей, певну участь у цьому процесі, а відтак, і у формуванні пропозиції грошей, беруть комерційні банки (депозитно-чекова емісія, операції з борговими зобов'язаннями, придбання на фондовому ринку державних цінних паперів)» [212, с. 134-135]. Проте, як зазначає науковець, комерційний банк, здійснюючи такі операції, повинен постійно дбати про спроможність покривати свої боргові зобов'язання.

Ще одним чинником формування грошової пропозиції є грошово-кредитний мультиплікатор, який відображає зміни банківських депозитів і резервів внаслідок розрахунково-кредитного обслуговування банками клієнтів за рахунок додаткових вільних резервів, що надійшли до банку ззовні. Грошово-кредитний мультиплікатор визначає спроможність банківської системи збільшувати пропозицію грошей внаслідок використання ЦБ монетарних інструментів, тобто вказує, у скільки разів зростає ефективність грошової бази. При цьому на формування грошово-кредитного мультиплікатора впливають як ЦБ, так і комерційні банки. Важливий вплив чинять також вкладники та позичальники. Як відомо, грошовий мультиплікатор можна представити формулою (1.4) [11]:

$$m = \frac{M}{MB} = \frac{C+D}{C+R}, \quad (1.4)$$

де m – грошовий мультиплікатор;

M – грошова маса МЗ;

MB – грошова база;

C – готівка;

D – депозити;

R – резерви банків (обов'язкові та фактичні).

Узагальнивши підходи авторів до визначення чинників впливу на грошову пропозицію, представимо їх на рис. 1.5. Склад чинників формування грошової пропозиції свідчить, що у зміні обсягу грошової пропозиції беруть участь чотири групи: ЦБ, фінансові посередники, вкладники та позичальники. Проте лише ЦБ володіє законодавчо закріпленими функціями регулювання параметрів грошової пропозиції.

Ф. С. Мишкін звертає увагу, що такі фінансові інститути, як інвестиційні посередники та ощадні інститути, не відносяться до закладів грошового ринку, оскільки вони не виконують функції нагромадження грошових коштів на депозитах [100, с. 86].

Внаслідок дослідження грошового ринку, де здійснюються купівля і продаж особливого товару – грошей, формується попит, пропозиція і ціна на

цей товар, нами доведено доцільність його виокремлення у складну економічну категорію товарно-грошових відносин.

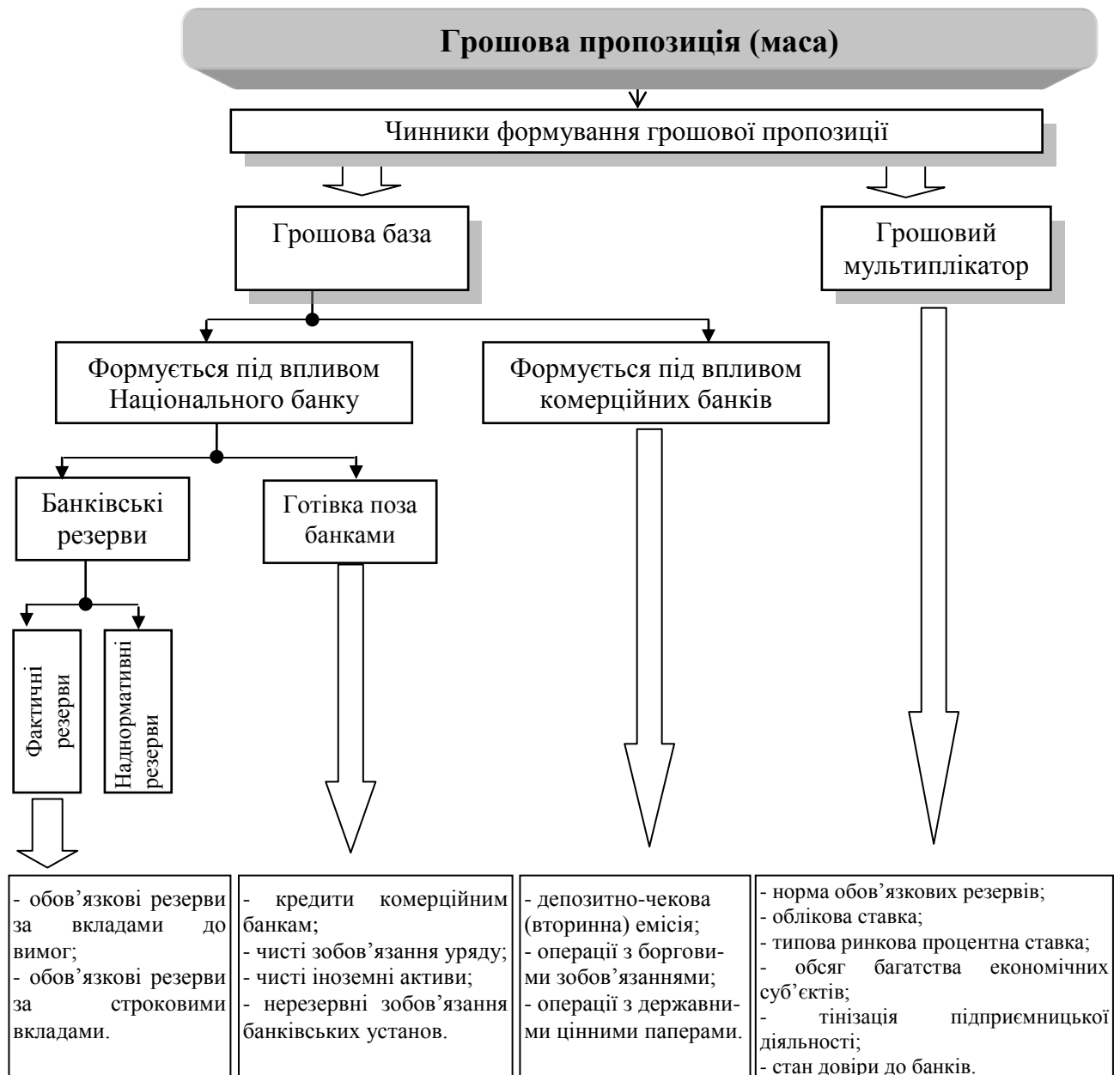


Рис. 1.5. Візуалізація чинників формування грошової пропозиції

Джерело: розроблено автором

Зважаючи на систематизацію наукових підходів до поняття «грошовий ринок», враховуючи його структуризацію та організаційно-правове підґрунтя, пропонуємо комплексне розуміння його сутності за фінансовою, макроекономічною та організаційною складовими. Під час аналізу стану функціонування грошового ринку та макроекономічних процесів на ньому макроекономічний та фінансовий підходи доповнюють один одного. Тому під грошовим ринком розуміємо взаємодію суб'єктів ринку під час руху фінансово-

кредитних і грошових ресурсів країни. Механізм взаємодії суб'єктів грошового ринку при формуванні пропозиції та забезпеченні попиту на такому ринку формує процент, як ціну грошових ресурсів.

Аналіз та узагальнення напрацювань вітчизняних та іноземних авторів дали змогу розкрити економічну сутність та здійснити структуру грошового ринку, з'ясувати його організаційну структуру.

1.2. Теоретичне підґрунтя та методичні засади монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку

Проблематика ефективного регулювання економічних процесів завжди перебувала у центрі уваги представників економічної думки. Зауважимо, що це одне з найбільш важливих, дискусійних і суперечливих питань у сучасній економічній науці. Процес регулювання розглядають здебільшого, з боку держави, неодноразово до цієї теми зверталися науковці Л. І. Дідківська, І. Р. Михасюк, С. І. Рудавка, С. М. Чистов та ін., як альтернатива – ринок. Проте, як слушно зауважує С. М. Лобозинська, «некоректно протиставляти державу і ринок, зважаючи на те, що ринок і держава є поняттями різнопорядковими – держава є суб'єктом господарювання, а ринок однією із форм зв'язків між суб'єктами» [86, с. 10-11]. С. Г. Хоружий наголошує, що державне регулювання має доповнювати ринкові механізми саморегулювання та самозростання, а не підмінювати їх, оскільки сукупність державного регулювання та ринкових механізмів саморегуляції становить єдину систему макроекономічного регулювання господарством [200].

Одним із дискусійних питань стосовно ролі держави є питання, чи повинен уряд діяти в економіці за наперед визначеною стратегією та правилами, чи приймати рішення відповідно до обставин. Лауреати Нобелівської премії Ф. Кідланд та Е. Прескот поділяють економічне регулювання на дискреційну політику (*discretionary policy*) та «політику за

правилами» (policy rule) [153], тобто постає вибір між активною державною політикою чи лише реакцією на виклики ринкової кон'юнктури.

Сучасна економічна думка незалежно від її конкретного теоретичного спрямування визнає відповідальність держави за стан розвитку економіки країни, а отже і її право впливати на економічне життя суспільства. Відмінності в поглядах окремих теоретиків стосуються лише ступеня та методів реалізації такого впливу [202]. Доцільність її активної участі у соціально-економічному житті суспільства зумовлена політичними та економічними кризами, змінами соціально-економічних укладів. У такій ситуації на державу покладаються заходи законодавчого, виконавчого і контролюючого характеру, з метою стабілізації та розвитку економіки. Проте, коли механізми нового системного утворення набувають стабільності, зникає потреба у жорсткому державному регулюванні.

Узагальнення положень світової економічної думки та адаптація досягнень монетарної теорії до потреб вітчизняної економіки дасть змогу з'ясувати теоретичне підґрунтя та методичні засади монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку. Наше дослідження представимо за такими етапами: з'ясуємо суть монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку, розглянемо погляди економістів на становлення та розвиток сутності процента, виокремимо концептуальні теоретичні вчення, що визначають місце і роль процента у передавальному (трансмісійному) механізмі грошово-кредитної політики, визначимо трактування дефініції «процентна ставка» та сформуємо основні принципи встановлення процентних ставок на грошовому ринку НБУ.

Сутність поняття «регулювання» (від лат. *regulo* – правило, *regulare* – підпорядковувати правилу) економічний енциклопедичний словник визначає трояко [46]:

- 1) підкоряти певному порядку, правилу, упорядковувати;
- 2) встановлювати правильну, необхідну для роботи взаємодію частин механізму, приладу;

3) робити що-небудь для отримання бажаних результатів, досягнення потрібних показників.

Регулювання як процес передбачає виокремлення суб'єкта регулювання (хто здійснює), об'єкта (що регулюється) і комплекс регулятивних заходів, що застосовуються для досягнення конкретних цілей.

Найбільш поширеним трактуванням економічного регулювання є: вплив держави на ринок та діяльність економічних суб'єктів з метою підтримки функціонування ринкового механізму чи впорядкування економічних відносин [46; 173].

Регулювання процентних ставок на грошовому ринку забезпечується грошово-кредитною (монетарною) політикою, яка є складовою державної економічної політики. Проте вважаємо, що ототожнювати поняття «монетарне регулювання» і «державне регулювання процентних ставок» не коректно. Погоджуємося з Г. В. Верігою, що методи грошово-кредитної політики, зокрема регулювання офіційної процентної ставки, управління обов'язковими резервами, є здебільшого ринково орієнтованими (методами непрямой дії) [21, с. 69]. Науковці наголошують на визначальній ролі у цьому процесі ЦБ [26; 40; 88; 112], не заперечуючи регулювання, що проводиться урядовими структурами міністерства фінансів, державного казначейства, органів нагляду за діяльністю банків і контролю за грошовим обігом та ін. [112]. Таке регулювання може полягати у прямому обмеженні рівня процентних ставок, зобов'язання з придбання державних цінних паперів (наприклад, в Україні облігацій внутрішньої державної позики). Зазвичай урядові структури співпрацюють із центральними банками у формі взаємних консультацій.

ЦБ може впливати на перебіг економічних процесів опосередковано, винятково через специфічну сферу економічних відносин – монетарну. А отже, грошовий ринок є тією інституційною єдиною ланкою, яка сполучає процес реалізації грошово-кредитної політики ЦБ із досягненням ним конкретних результатів у реальному секторі господарства.

Український економіст А. Гальчинський зауважує, що ЦБ в Україні як основний суб'єкт регулювання не належить до жодної з гілок державної влади

(законодавчої, виконавчої чи судової), «самостійність ЦБ – золоте правило ринкової економіки, її непорушний принцип» [26]. При цьому наголошується, що грошово-кредитну політику проводить ще одна гілка влади – монетарна, тим самим відокремлюючи два згадані вище поняття.

Правовий статус ЦБ розвинених країн закріплений у правових актах: законах про ЦБ та їх статутах, законах про банківську та кредитну діяльність, у валютному законодавстві. Зазвичай основним правовим актом, що регулює діяльність ЦБ, є закон про ЦБ, де визначено його організаційно-правовий статус, функції, процедуру призначення вищого керівного складу, взаємовідносини з державою і національною банківською системою.

Ще один аргумент на користь того, що монетарне регулювання варто розглядати як окремий вид регулювання, закладений у організаційно-правовій основі діяльності ЦБ різних країн. За характером власності ЦБ можна поділити на три види:

- державні – 100 % капіталу ЦБ цих країн належить державі (Франція, Велика Британія, Німеччина, Іспанія, Україна);

- акціонерні – увесь капітал цих банків може належати комерційним банкам (наприклад, у США) чи іншим фінансовим установам (наприклад, в Італії 100 % капіталу ЦБ належить банкам та страховим компаніям);

- змішані – держава володіє лише частиною капіталу ЦБ (наприклад, у Японії 55 % капіталу перебуває у власності держави і 45 %

у приватних осіб, у Швейцарії – 57 % є власністю кантонів і 43 % – власністю приватних осіб).

Держава, проте, в усіх країнах відіграє ключову роль у формуванні органів управління ЦБ, незалежно від її частки володіння капіталом ЦБ.

За останні роки спостерігаємо активізацію дискусії економістів щодо ступеня незалежності ЦБ від держави [3; 19; 22; 70; 171; 188]. Під незалежністю ЦБ розуміють особливу форму державного контролю за станом такої сфери у країні. Вплив держави здійснюється шляхом формування законодавчої й нормативної бази діяльності кредитних організацій і контролю за виконанням вимог законодавства й інших нормативних актів. Розрізняють такі види

контролю держави: прямий (з боку певних державних органів, відокремлених від центрального банку) і непрямий (призначення посадових осіб ЦБ, заслуховування звітів).

Ю. А. Амосов та М. М. Коваленко виділяють такі моделі взаємодії ЦБ з іншими органами державної влади у сфері грошово-кредитної політики [4]:

- перша – ЦБ реалізує грошово-кредитну політику, що розроблена урядом (Англія, Італія, Китай, Нова Зеландія, Норвегія, Франція);
- друга – державні органи мають право інструктувати ЦБ у певній сфері діяльності (Казахстан, Росія);
- третя – відповідно до законів країни ЦБ зобов'язаний підтримувати економічну політику уряду, в той же час державні органи не наділені правом втручання в грошово-кредитну політику емісійного банку (Аргентина, Греція, Німеччина, Румунія, США, Україна).

Виділяють дві форми незалежності ЦБ [51; 202]: політичну й економічну.

Під політичною незалежністю розуміється самостійність ЦБ у виборі напрямів грошово-кредитної політики. Умовами політичної незалежності ЦБ є визначення порядку призначення членів та голови керуючого органу, процедури узгодження прийнятих банком рішень із органами законодавчої та виконавчої влади. Економічна незалежність – це самостійність ЦБ у виборі інструментів грошово-кредитної політики, також вона визначається відсутністю зобов'язання останнього фінансувати державні витрати та відсутністю пріоритетного кредитування уряду.

Отже, ми з'ясували, що суб'єктом регулювання процентних ставок на грошовому ринку є ЦБ, наділений у ринковій економіці особливими функціями та повноваженнями, які дозволяють виокремити його діяльність із регулювання грошово-кредитної сфери в окремий вид економічного регулювання – монетарне. Дія суб'єкта спрямована на об'єкт – процес монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку. Важливим на цьому етапі є з'ясування становлення та розвитку сутності процента, адже методичні основи дослідження завжди тісно пов'язані з теоретичною домінантою.

Процент та процентна ставка є давніми економічними поняттями, які мають тисячолітню історію. Механізм розрахунків започаткований в античні часи, у сучасній економічній теорії та практиці займає вагоме місце. Саме поняття “процент” (від латинського *procentum* – на сотню) залишилось у спадщину від давніх угод між позичальниками та кредиторами щодо умов позики. Ідея вираження частин цілого постійно в одних і тих самих частинах зародилася ще у вавилонян, у Стародавній Індії математики розраховували проценти [120].

Поступово умови розрахунків із надання в позику матеріальних цінностей трансформувалися у грошові відносини, коли використання процента дозволило створити механізм функціонування перших банків.

Грошові розрахунки з процентами були особливо популярними в Древньому Римі. Римляни називали процентами гроші, які платив боржник позикодавцю за кожен сотню. Римський сенат встановлював максимально допустимий процент, що стягувався з боржника [120].

Розуміння процента в найбільш давньому значенні пов'язано, насамперед, із лихварством. Аристотель у трактаті «Нікомахова етика» критично оцінює поширену в його час практику позики грошей під процент. Він засуджував лихварство, чітко розрізняв використання грошей як засобу обігу в міновій торгівлі та грошей як форми руху капіталу при лихварстві, відповідно, кінцеву мету задоволення потреб людини та безмежну мету наживи, економіку та хрематистику, позитивно ставився до першої й осуджував другу.

Засновники християнської церкви, виходячи зі засад нової моралі, дотримувалися точки зору, аналогічної з Аристотелем. Церковні собори до XV-XVI ст. негативно ставилися до лихварства та природи процента, посиляючись на біблійні канони, де основою будь-якого багатства визнавалася праця. Потреби суспільного розвитку та середньовічна реформація церкви розвинули нові погляди на роль та природу позикового процента. Зародження протестантизму, яке очолив Жан Кальвін, пов'язане зі зміною поглядів на

господарські процеси. Заощаджені гроші могли віддаватися у позику під певний процент.

Розвиток теорій кредиту та процента пов'язаний із первісним накопиченням капіталу, активним розвитком торгівлі. В епоху великих географічних відкриттів та розвитку мануфактури різко зросла потреба в капіталі. У цей час особливу увагу звертали на вміння розраховувати проценти, а також проценти від процентів, тобто складні проценти. Вперше опублікував таблиці для розрахунку процентів у 1584 році С. Стевін [61, с. 65].

Основні внески авторів у становлення та розвиток сутності процента представлені у табл. Б.1, додаток Б. Погляди економістів на становлення та розвиток сутності процента (табл. Б.1, додаток Б) можемо розподілити на три історичні етапи:

- 1) від найдавніших часів до другої половини ХІХ століття – розкриття теоретичної сутності процента;
- 2) друга половина ХІХ століття – початок ХХ століття – виокремлення чинників та механізмів формування процента;
- 3) початок ХХ століття – до сьогодні – з'ясування ступеня впливу процента на передавальний (трансмісійний) механізм грошово-кредитної політики.

Традиційно виділяють два фундаментальних теоретичних вчення, що визначають місце і роль процента у передавальному (трансмісійному) механізмі грошово-кредитної політики: монетаризм і кейнсіанство.

Кейнсіанська теорія започаткована Дж. М. Кейнсом, а потім доповнена й розвинена кейнсіанцями та неокейнсіанцями А. Гансеном, Дж. Гіксом, Г. Екклі, А. Лернером, Р. Масгрейвом, Дж. Пекменом, П. Семюельсоном, У. Хеллером та ін. [112, с. 18]. Основою концепції, яку відстоював Дж. М. Кейнс, є твердження про те, що ринкова економіка є нестійкою системою, тому держава повинна використовувати інструменти для її регулювання, зокрема й грошово-кредитні. На практиці ця теорія була застосована в США адміністрацією президента Ф. Рузвельта для виходу з економічної кризи 30-х років.

Процент та процентна політика в концепції Дж. М. Кейнса є основою передавального механізму в системі державного регулювання економічної нестабільності (рис. В.1, додаток В). Вирішальна роль у ньому відводиться не зміні пропозиції грошей, а одному з її наслідків – зміні процентної ставки, від якої залежить інвестиційний попит і, як наслідок, весь сукупний попит. Отже, Дж. М. Кейнс трансмісійним або передавальним механізмом назвав сукупність змінних, через яку пропозиція грошей впливає на економічну активність.

Таким чином, були обґрунтовані теоретичні основи державного регулювання нестабільності в економічних системах через використання процентної ставки. Дж. М. Кейнс пропонував у періоди економічного спаду використовувати «політику дешевих грошей», шляхом зниження облікової ставки процента. І, навпаки, у періоди економічного піднесення - використовувати «політику дорогих грошей», підвищуючи облікову процентну ставку, щоб не допускати «перегріву економіки» і зростання інфляції [130].

Монетаризм виник у США в 50-х рр. ХХ ст. і спочатку мав назву «чиказької школи», а його засновником став М. Фрідман. Починаючи з 70-х років ХХ ст., теорію монетаризму практично було втілено у багатьох країнах світу, а основними представниками цієї наукової школи стали К. Бруннер, Ф. Кейген, Д. Лейдлер, А. Мельцер, А. Шварц та інші [112, с. 19-20]. Монетаристи, на чолі з М. Фрідманом, заперечували активну грошово-кредитну політику, націлену на стабілізацію пропозиції грошей і процентної ставки. Головним об'єктом регулювання є не процентна ставка, а темпи зростання пропозиції грошей. Процентна ставка є важливою складовою ринкових механізмів, проте розглядається як проміжна ціль при реалізації монетарної політики [197, с. 543].

М. Фрідман надавав проценту другорядне значення (рис. В. 2, додаток В), але не заперечував, що процент впливає на економічну активність, і визначав основні механізми його впливу: ефект доходу, пов'язаний із поверненням ставки процента до вихідного рівня через зростання обсягу інвестицій та доходу; ефект ліквідності, який залежить від зміни структури портфеля інвестора внаслідок зміни грошової пропозиції; зростання запасу грошей і перевищення їх попереднього рівня, що стимулює купівлю цінних паперів та підвищення їх

курсу і приведе до зростання процентних ставок; ефект передбачення рівня цін, який викликає відхилення ставки процента до початкового рівня.

Використання монетаристської концепції дозволило стримати інфляцію в країнах із розвинутою ринковою економікою, а також знизити гіперінфляцію в країнах із перехідною економікою наприкінці минулого сторіччя. Проте критики монетаризму стверджують, що застосування його постулатів не дозволяє використовувати монетарні стимули для пожвавлення економічної динаміки у періоди спадів ділової активності [249]. Суперечки щодо концептуальних основ, що застосовуються у кожному з цих напрямів, ведуться і сьогодні. Кожна з них має свої переваги та недоліки. За певними елементами відбулося зближення поглядів, внаслідок чого з'явилися інші наукові течії. Неокейнсіанці Ф. Модільяні та Дж. Тобін удосконалили кейнсіанську схему передавального механізму, - було виявлено не менше 7 додаткових складових: доступність кредитів, вплив зміни курсу акцій, вплив процентних ставок на споживчі товари тривалого користування, вплив багатства, вплив ліквідності, вплив валютного курсу на чистий експорт. Представники монетаристського напрямку теж провели аналогічний розрахунок на підставі своєї моделі передавального механізму (Сент-Луїса) і з'ясувалося, що за своєю теоретичною основою та за кінцевими результатами впливу вони однакові [194, с. 206].

Дослідивши еволюцію поглядів науковців на економічну суть та процес регулювання процентних ставок, важко однозначно стверджувати, яка з теорій є найбільш правильною. Сучасні теоретичні моделі грошово-кредитної політики є синтезом кейнсіанства і монетаризму. В довгостроковому періоді, у грошово-кредитній політиці сьогодні переважає монетаристський підхід. Разом з тим, ЦБ не відмовляються в короткостроковому періоді від дії безпосередньо на процентну ставку для швидкого економічного маневрування.

Більшість сучасних теоретичних досліджень монетарного трансмісійного механізму ґрунтуються на передавальних каналах, де джерелом імпульсу є зміни у грошово-кредитній політиці. Найчастіше його визначають як процес послідовного передавання імпульсів грошово-кредитної політики ЦБ на макроекономічні змінні [203]. М. І. Савлук розглядає передавальний механізм

як процес причинно-наслідкових зв'язків між економічними змінними, що забезпечують вплив зміни пропозиції грошей на ділову активність та економічну рівновагу [31, с. 437]. Будучи несуперечливими за своєю суттю, вважаємо, що ці визначення повністю не розкривають того, яким чином вплив на грошову масу трансформується у зміни в реальному секторі економіки.

Європейський центральний банк (далі – ЄЦБ) визначає монетарний трансмісійний механізм як процес, за допомогою котрого рішення з монетарної політики, наприклад зміна процентної ставки, впливає на рівень цін і на економіку загалом [279, с. 58].

Український науковець В. Міщенко, з посиланням на дослідження О. Дзюблюка, С. Моїсеєва та С. Науменкової, зауважує, що «в наукових колах монетарний трансмісійний механізм характеризують як процес, завдяки котрому рішення ЦБ у сфері грошово-кредитної політики передаються на фінансовий сектор та економіку загалом і, передусім, на стан грошового ринку, цінову динаміку й економічне зростання» [105, с. 32]. Також науковець наголошує на тому, що наближенішим до діяльності ЦБ є визначення такого механізму як системи взаємозв'язків, що показує, яким чином дії монетарної влади впливають на досягнення операційних, проміжних і стратегічних цілей монетарної політики. Погоджуємось із таким визначенням як найбільш комплексним, що враховує:

- сукупність передавальних каналів, по яких рухаються початкові монетарні імпульси;
- механізм впливу ЦБ за допомогою регулятивних дій на початкові монетарні імпульси через канали прямої та зворотної дії;
- взаємодію секторів економіки у процесі передавання імпульсів для досягнення кінцевого економічного результату та виявлення найбільш дієвих чинників впливу монетарної влади на економіку країни.

У контексті нашого дослідження варто згадати, що, крім уже названого процентного каналу, виділяють й інші канали монетарної трансмісії. ЦБ розробляє модель трансмісійного механізму грошово-кредитної політики з урахуванням національних особливостей економіки, які відображаються в тих

чи інших каналах передавального механізму грошово-кредитної політики. Для класифікації трансмісійних каналів використовується ознака визначального показника, через який поширюється імпульс, так, для процентного каналу – ставка процента, для валютного каналу (обмінного курсу) – курс національної валюти і т.д.

Узагальнивши погляди вітчизняних та іноземних дослідників й економістів-практиків на класифікацію та кількість моделей монетарних трансмісій, можемо констатувати, що виділяється 4-5 окремих трансмісійних канали, серед яких зазвичай присутні два: валютного курсу та процентний [104; 111; 246; 251; 265; 273]. Більшість вітчизняних авторів виділяють такі основні канали: процентний, кредитний, валютний (обмінного курсу) і грошовий [1; 41; 105; 112]. Також у світі поширеними є канали: очікування економічних суб'єктів (канал довіри), цін активів [104]. Зокрема, за результатами досліджень [112, с. 206; 279, с. 59] встановлено, що у моделях монетарної трансмісії країн Європи (Бельгія, Німеччина, Іспанія, Греція, Франція, Ірландія, Італія, Нідерланди, Австрія, Португалія, Фінляндія), а також у моделі монетарного трансмісійного механізму ЄЦБ та Федеральної резервної системи США (далі – ФРС) присутні канал валютного курсу, кредитний канал, канал заміщення (відображає залежність заощадження і споживання населення від процентної ставки) та канал цін активів. У моделях центральних банків Великобританії та Канади наявні процентний і валютний канали, а також канал цін активів та очікувань.

У країнах Європи, які активно розвиваються в останні десятиріччя (Чехія, Словаччина, Словенія, Польща, Угорщина та Румунія), виділяють канали: процентної ставки, цін активів, валютного курсу, кредитний і очікувань. Проте найбільш дієвими є валютний (обмінного курсу) та процентний. За допомогою VAR-моделювання іноземними науковцями встановлено, що у Чехії, Словаччині, Словенії та частково Румунії більш дієвим є процентний канал монетарної трансмісії, у Польщі та Угорщині – канал обмінного курсу [265; 273]. Із введенням спільної європейської валюти – євро – у Словенії з 2007 р. та у Словаччині з 2009р. основний канал, як і у країнах Єврозони, – процентний.

Моделі монетарних трансмісійних механізмів постсоціалістичних країн, зокрема, Грузії, Казахстану, Республіки Білорусь, Росії, характеризуються спрощеною структурою. Так, у моделі трансмісійного механізму Грузії виділено канали: кредитний; валютний; процентний; очікування. Основним каналом є процентний [281]. У монетарну трансмісію Казахстану входять кредитний, валютний та грошовий канали. Складовими білоруської моделі є: кредитний, валютний та процентний канали [112, с. 206]. Механізм монетарної трансмісії Росії складається з трьох базових каналів: валютного курсу, процентної ставки, кредитного і похідного від базових – каналу оцінки активів [117, с. 22, 25].

Процентний канал традиційно вважається головним для механізму монетарної трансмісії й описує вплив ЦБ на економіку через регулювання процентних ставок. Дія цього каналу полягає у тому, що зміни у грошово-кредитній політиці, насамперед через офіційну облікову ставку, прямо впливають на короткострокові ставки на грошовому ринку, і через них - на рішення щодо споживання, заощаджень та інвестування, а відтак, на рівень сукупного попиту, економічну активність, зайнятість та інфляцію. Критеріями дієвості цього каналу є незначна й прогнозована волатильність процентних ставок; позитивна різниця між офіційною ставкою ЦБ та рівнем прогнозованої інфляції; незначні відхилення ставки дохідності за облігаціями внутрішньої державної позики. Особливість функціонування цього каналу полягає у тісному взаємозв'язку всіх процентних ставок із ключовою ставкою ЦБ та існуванні певного часового лагу їх впливу на основні макроекономічні процеси. За оцінками експертів, тривалість часового лагу впливу монетарної політики ЦБ на інфляцію становить 3-9 місяців [105, с. 39].

Грошовий канал є першим каналом монетарного трансмісійного механізму, який почали використовувати на практиці [106]. Механізм його дії полягає у тому, що забезпечення оптимальних темпів приросту грошової бази та грошової маси з метою збалансування структури грошового ринку відіграє вирішальну роль у формуванні рівня цін і вартості активів, а отже, й інфляції. Умовою дієвості грошового каналу є дотримання встановлених темпів

приросту грошової бази, а також структури та певних пропорцій збільшення грошової маси [105, с. 38].

Дія валютного каналу полягає у впливі зміни валютного курсу на основні макроекономічні показники. У випадку зниження внутрішніх відсоткових ставок попит на національну валюту зменшується, спричиняючи її номінальне та реальне здешевлення, а відтак, зростання чистого експорту, сукупного попиту та рівня цін. Ознакою дієвості цього каналу є незначна волатильність обмінного курсу національної валюти протягом тривалого часу [105, с. 40].

Кредитний канал пов'язаний із впливом грошово-кредитної політики ЦБ на зміну пропозиції кредитних ресурсів для комерційних банків шляхом збільшення або зменшення обсягів рефінансування, а відтак, і на макроекономічні пропорції. Для ефективного функціонування кредитного каналу важливим є сприятливий інвестиційний та кредитний клімат у державі, підвищення стійкості банківської системи до внутрішніх та зовнішніх шоків, поліпшення умов банківського кредитування та посилення захисту прав кредиторів і вкладників (мінімізація ризиків) та ін.

Дія каналу цін активів пов'язана зі впливом заходів грошово-кредитної політики на вартість грошей як активу, що зумовлює зміну цін на фінансові та реальні активи (нерухомість, цінні папери, золото, сировинні та інші ринки) та спричиняє переливання капіталів. На думку дослідників, це складний і маловрегульований канал, механізм функціонування якого пов'язаний не лише з грошово-кредитною політикою ЦБ, а й і загальною економічною політикою держави [105; 182].

Канал очікувань відображає вплив змін у грошово-кредитній політиці на очікування СГ стосовно майбутніх цін, процентних ставок, вартості запозичень, умов кредитування, валютного курсу, рівня інфляції, цін активів та ін. і, відповідно, на їх рішення щодо споживання, заощадження, інвестицій. Зрештою такі очікування відображаються на сукупних витратах та сукупному попиті в економіці, впливають на економічне зростання та рівень інфляції. Головну роль у можливості впливу ЦБ на очікування СГ відіграє довіра до заходів грошово-кредитної політики, яка ґрунтується на визнанні незалежності та забезпеченні

прозорості діяльності центробанку, а також на підтримці високого рівня комунікаційної політики й загальної політики комунікацій. Умовою дієвості цього каналу є довіра СГ до дій монетарної влади, що ґрунтується на визнанні незалежності та забезпеченні прозорості діяльності ЦБ, а також на підтримці високого рівня комунікаційної політики [105].

Проведені теоретичні дослідження засвідчили відсутність єдиного підходу до класифікації каналів монетарного впливу ЦБ. Стосовно виокремлення таких каналів для України, то, зважаючи на особливості побудови її банківської системи, регуляторну позицію НБУ, рівень зовнішньої відкритості економіки, перехід до режиму інфляційного таргетування, праці авторитетних вітчизняних дослідників – С. Аржевітіна, Р. Лисенка, В. Міщенко, О. Петрика, М. Савлука, А. Сомик, В. Стельмаха, найбільш доцільним є виділення грошового, валютного, кредитного, процентного, цін активів та каналу очікувань економічних суб'єктів (рис. 1.6). Чіткий поділ на канали механізму впливу монетарної політики на економіку доволі умовний. Економічні реалії складніші, тому спроба виділити певні канали впливу змін у політиці ЦБ на економіку є спрощенням реальної ситуації, що спричинило потребу абстрагуватися від надто великої кількості умов, які впливають на взаємозв'язки монетарних і макроекономічних змінних.

Стосовно значимості виокремлених каналів монетарного трансмісійного механізму в національній економіці, то грошовий канал донедавна активно використовувався, проте після запровадження режиму інфляційного таргетування (далі – ІТ) роль цього каналу зменшується (операційним орієнтиром грошово-кредитної політики є процентна ставка). Валютний канал пов'язаний з усіма каналами монетарної трансмісії. Українські вчені підкреслюють високу дієвість валютного каналу у вітчизняній економіці, яка впливає на зовнішні та внутрішні умови ведення бізнесу, на схильності до інвестування, на заощадження домашніх господарств, а також на рівень інфляції. Проте з переходом до ІТ та запровадженням вільного курсоутворення вплив цього каналу на економіку повинен зменшуватися, а фінансова доларизація – знижуватися [1; 105; 106].



Рис. 1.6. Спрощена схема функціонування каналів монетарного трансмісійного механізму в Україні

Джерело: розроблено автором

На сучасному етапі у вітчизняній економіці кредитний канал функціонує недостатньо ефективно, причинами цього є: несприятливий інвестиційний і кредитний клімат, високі ризики, відсутність платоспроможних позичальників, жорсткі цінові й нецінові умови кредитування та ін.

На відміну від більшості розвинених країн, у національній економіці процентний канал поки не є достатньо ефективним та відіграє незначну роль у стимулюванні економічного зростання. Це зумовлено недостатньою розробленістю НБУ процентної політики, недосконалістю операційних процесів і низьким ступенем впливу офіційної ставки ЦБ на ставки міжбанківського ринку [105, с. 40].

На сьогодні дія каналу цін активів є слабкою не лише в Україні, а й в інших країнах через відсутність механізмів впливу на динаміку цін вартості активів. Нерозвинений ринок цінних паперів не бере через канал цін активів належної участі в механізмі монетарної трансмісії. Під час економічних та політичних криз в Україні (2008, 2014 рр.) у згаданому каналі спостерігаємо також ефект заміщення: сталося переливання капіталів із депозитного, фондового, іпотечного та інших ринків в іноземну валюту і дорогоцінні метали, що спричинило зростання попиту та цін на ці активи.

Канал очікувань відіграє важливу роль, проте ЦБ не завжди використовують його ефективно, особливо в умовах погіршення економічних і інфляційних очікувань суб'єктів ринку. Наслідками недовіри СГ є те, що загальні песимістичні настрої та прогнози стосовно перспектив економічного розвитку на сучасному етапі заблокували стимули економічного зростання. Вітчизняний дослідник О. Костюк зауважує, що «у рамках вітчизняної моделі монетарного трансмісійного механізму виник специфічний канал очікувань, що проявляється у поширенні неадекватних оцінок та збільшенні чутливості реагування економічних суб'єктів до зміни індикаторів стану окремих факторів підприємницького середовища (таких як вартість певних сировинних ресурсів, валютний курс та ін.)» [49, с. 73].

Основними напрямками активізації цього каналу в Україні є: посилення незалежності НБУ; закріплення інфляційних очікувань суб'єктів ринку

відповідно до визначеного інфляційного таргету чи цільового рівня інфляції; вдосконалення комунікаційної політики НБУ (політики щодо прийняття рішень із монетарної політики) та розширення каналів його зв'язків із представниками ринку; інституційна розбудова НБУ шляхом системного реформування організаційної структури та операційних процесів [105].

Отже, монетарний трансмісійний механізм не є самоціллю, він функціонує в межах монетарного режиму, для якого характерні правила й операційні процедури, а кінцевою метою є забезпечення ЦБ цінової стабільності. Варто зауважити, що канали монетарної трансмісії не діють паралельно один до одного (як вважалося раніше), вони можуть перетинатися між собою, оскільки відрізняються тільки вихідними імпульсами. У фінансовому та реальному секторах економіки імпульси можуть мультиплікуватися, підсилюючи один одного, або взаємогаситися.

Погоджуємося з українським науковцем В. В. Романчукевичем про доречність втручання в економічні процеси та активне використання інструментів грошово-кредитного механізму регулювання (особливо через процентні ставки ЦБ, які є основним важелем впливу монетарної політики, а процентний канал – головним каналом у монетарному трансмісійному механізмі) [164].

Зважаючи на об'єкт та предмет нашого дослідження, позитивний досвід застосування процентного каналу монетарної трансмісії в економічно розвинених країнах та країнах, що розвиваються, а також на те, що 18.08.2015 р. НБУ затвердив перехід у 2016 р. до нової стратегії – режиму ІТ [167], оголосивши процентну політику основною у досягненні поставлених щодо інфляції цілей, у роботі розглянемо детальніше дію такого інструменту, як процентна ставка. При цьому свідомо абстрагуватимемося від інших чинників монетарного та немонетарного характеру.

Дієвість обраного підходу регулювання процентних ставок залежить від економічних умов, у яких вони застосовуються. Грошово-кредитна політика України є синтезом кейнсіанської та монетаристської концепцій. Для застосування процентної політики у нестабільній українській економіці

повинно бути сформоване ринкове середовище, всі учасники якого виявляться спроможні адекватно реагувати на регулюючі заходи.

У сучасній вітчизняній науці та практиці є визначення процентної ставки, відображені в табл. 1.3.

Таблиця 1.3

Трактування «процентної ставки» за джерелами її дослідження

№	Джерела	Сутність процентної ставки
1	2	3
1	О. І. Береславська, О. М. Наконечний, М. Г. Пясецька [13]	Ціна розміщення вільних ресурсів на грошовому ринку
2	А. І. Бланк [14]	Питомий показник, відповідно до якого у встановлені терміни виплачується сума відсотка у розрахунку на одиницю капіталу
3	Державна комісія з цінних паперів і фондового ринку [152]	Виразений у відсотках розмір плати за користування коштами, залученими позичальником у кредитора на визначений строк
4	Енциклопедія банківської справи за ред. В. С. Стельмаха [47]	Норма позикового процента, яка відображає співвідношення між позиковим процентом і позиковим капіталом у процентах
5	Д. І. Коваленко [69]	Відношення суми доходу, виплаченого за фіксований інтервал часу, до величини позики
6	В. Д. Лагутін [82]	Відносний показник ціни банківського кредиту, що відображає відношення суми сплачених відсотків до величини позики
7	Г. О. Пухтаєвич [156]	Ставка, за якою комерційні банки надають кредити суб'єктам господарювання, а за економічною сутністю відсоткова ставка – ціна позикового капіталу, для придбання реального капіталу
8	Авторський колектив під керівництвом В. П. Решетила [91]	Вартість запозичених грошей, яка виражена у процентах до їх суми за рік
9	А. А. Шустіков [211]	Відношення відсоткових грошей, які виплачуються за фіксований відрізок часу, до величини позики

Джерело: розроблено автором

Вважаємо, що монетарне регулювання процентних ставок на грошовому ринку – це процес впливу регулятора (ЦБ) на процентні ставки, використовуючи методи, форми та інструменти регулювання для досягнення стратегічних цілей грошово-кредитної політики держави. Відповідно до нашого розуміння концептуально монетарне регулювання процентних ставок на грошовому ринку варто розглядати на таких рівнях:

- 1) система економічних відносин між регулятором та об'єктом регулювання;

- 2) сукупність організаційно-правових та методичних положень, які визначають (регламентують) процес регулювання, оскільки будь-яке регулювання здійснюється через певні закони, постанови, положення, інструкції;
- 3) набір конкретних інструментів, які використовує суб'єкт регулювання для впливу на об'єкт.

Відповідно до «Положення про основи процентної політики Національного банку України», затвердженого Постановою Правління НБУ 21.04.2016 р. № 277 (далі – «Положення про основи процентної політики»), «процентна політика НБУ – регулювання Національним банком попиту та пропозиції на грошові кошти через зміну процентних ставок за своїми операціями з метою впливу на процентні ставки суб'єктів грошово-кредитного ринку та дохідність фінансових операцій» [149], тобто процентна політика є одним із інструментів грошово-кредитної політики.

Варто зауважити, що в українському законодавстві є деякі розбіжності у визначенні складових процентної політики. Так, у пункті 4 «Положення про основи процентної політики» вказується, що НБУ з метою реалізації процентної політики НБУ встановлює за своїми операціями такі процентні ставки: облікову, за інструментами постійного доступу НБУ, за депозитними сертифікатами НБУ, за кредитами рефінансування [149]. У ст. 25 Закону України «Про НБУ» [148] та ст. 66 Закону України «Про банки і банківську діяльність» від 07.12.2000 р. № 2121-14 [146] процентна політика і рефінансування банків розглядаються як окремі елементи методів і засобів регулювання грошово-кредитної системи. Тобто ставка рефінансування є не складовою процентної політики, а поряд зі ставкою процента є відокремленим інструментом грошово-кредитної політики. Можна стверджувати, що в українському законодавстві поняття «процентна політика» використовується у широкому («Положення про основи процентної політики») та вузькому значеннях (закони України «Про НБУ» та «Про банки і банківську діяльність»).

Як нами було раніше доведено, у сучасній економіці світу здебільшого рівень ставки на ринку регулюється за допомогою процентної політики ЦБ, які

встановлюють офіційну процентну ставку, що є орієнтиром для інших суб'єктів економіки [126].

Законодавчо в Україні встановлені функції НБУ, серед яких [148]: визначення та проведення грошово-кредитної політики, організація рефінансування комерційних банків.

Грошово-кредитна політика є складовою загальнодержавної економічної політики. Слушними є твердження О. Дзюблюка та О. Шаринської про те, що одним із дієвих інструментів грошово-кредитного регулювання є процентна (облікова) політика, яка регулює вартість банківських кредитів й агрегований попит на кредитні ресурси, безпосередньо впливає на ліквідність кредитних інститутів, стан грошового ринку, на прийняття індивідуальних господарських рішень економічними суб'єктами та може використовуватися як метод валютного регулювання. Вона є ринковим інструментом опосередкованого регулювання обсягу грошової маси та основою для встановлення рівня мінімальних процентних ставок в економіці [40, с. 26; 205, с. 13].

Історично поняття облікової ставки пов'язане з діяльністю ЦБ у сфері переобліку векселів, представлених комерційними банками. У сучасних умовах зміст операцій ЦБ із рефінансування означає не лише купівлю векселів (переобліковий кредит) чи позики під заставу цінних паперів (ломбардний кредит), а й надання всіх видів кредитів комерційним банкам; плату, яку бере ЦБ при купівлі в комерційних банків цінних паперів до настання терміну їх оплати [33; 42; 53; 98; 112]. На сьогодні законодавчо визначено, що облікова ставка НБУ – один із монетарних інструментів, за допомогою якого НБУ встановлює для банків та інших суб'єктів грошово-кредитного ринку орієнтир щодо вартості залучених та розміщених грошових коштів [148].

Так, у країнах Європейського Союзу (далі – ЄС) офіційною (нормативно визначеною) метою та призначенням інструментів монетарної політики ЄЦБ є «управління процентними ставками і ліквідністю на грошовому ринку та інформування про наміри ЄЦБ у сфері грошово-кредитної політики шляхом встановлення ключових процентних ставок» [238].

Як правило, ЦБ мають у своєму розпорядженні кілька процентних ставок. ЄЦБ встановлює ставки за операціями: на відкритому ринку (MRO (Main refinancing operations), LTRO (Longer-term refinancing operations); точного налаштування (Fine-tuning); за структурними операціями ЄЦБ (Structural operations) та постійними операціями (MLR (Marginal lending rate), DR (Deposit rate), ставка EONIA (Euro Overnight Interest Average), що розраховується на основі MLR та DR [238]. У США офіційна ставка – міжбанківська ставка за федеральними резервними фондами (Federal Funds Rate) [255]; у Канаді – таргет для ставки овернайт (Target for the Overnight Rate), іншими словами, цю ставку в Канаді називають – ключова ставка процентної політики [252]; у Великобританії – ставка банку (Bank Rate) [253]; у Китаї – облікова ставка (Discount Rate) [262]; у Швейцарії – ставка діапазон таргету (SNB-Target Range (Three-month Libor rate for CHF deposits)) [256]; в Японії – онкольна ставка (ON Policy Rate) [254].

Дж. Тейлор доводить, що облікова ставка, зростає на 1,5 % при підвищенні рівня інфляції на 1 % і знижується на 0,5 % при зниженні темпів приросту ВВП на 1 %. Відповідно, залежність між рівнем облікової ставки, рівнем інфляції та темпами змін ВВП можна виразити формулою (правило Тейлора):

$$C_{п} = C_{б} + 1,5P_{і} - 0,5T, \quad (1.5)$$

де $C_{п}$ – розрахунковий рівень облікової ставки, %;

$C_{б}$ – базовий (початковий) рівень облікової ставки;

$P_{і}$ – рівень інфляції, %;

T – темпи змін валового внутрішнього продукту, %.

На сьогодні правило Тейлора зазнало певних модифікацій і не втрачає своєї актуальності. Процес визначення необхідної величини процентних ставок ЦБ країни є чітко формалізованою процедурою, що базується на використанні певних правил грошово-кредитної політики. За допомогою цих правил визначається індикативна величина процентних ставок як основа для прийняття рішення у залежності від мети грошово-кредитної політики (зростання економіки, стримування інфляції чи забезпечення стабільності національної

валюти) та з врахуванням певних ускладнень, які виникають у реальному секторі економіки.

Економісти Дж. Де Броуер та Дж. О'Ріган стверджують, що правило грошово-кредитної політики – це функція у відповідь на реакцію ЦБ, відповідно до якої інструмент грошово-кредитної політики відповідає на зміни декількох ключових економічних змінних. «Механічне використання простої математичної формули в економічній політиці завжди пов'язане з небезпекою ухвалення неадекватних рішень» [110, с. 40]. З цієї причини навіть прихильники технічних визначень правил стверджують, що правила грошово-кредитної політики при встановленні ЦБ цільових процентних ставок – завжди щось більше, ніж математична формула, це ціла система ухвалення рішень, методичний і гнучкий підхід до вироблення і реалізації грошово-кредитної політики.

Розвиток цих правил в історичному аспекті, а також основні їх характеристики подано у додатку Г. Аналіз наведених формалізацій доводить, що політика ЦБ різних країн, в тому числі й України, може бути описана тією або іншою версією (модифікацією) правила Тейлора. Отже, на сьогоднішній день правило Тейлора є найбільш розповсюдженим серед правил грошово-кредитної політики.

Для подальшого вивчення теоретичних основ регулювання процентних ставок грошового ринку, а саме: чинників їх функціонування, доцільно визначити принципи (правила) встановлення процентних ставок центральними банками (табл. Д.1, додаток Д). Наведений у табл. Д.1, додатку Д перелік принципів, яких повинні дотримуватися ЦБ при встановленні процентних ставок, на нашу думку, є достатньо вичерпним. Аналізуючи погляди науковців, що представлені у табл. Д.1, додатку Д, можна зробити висновок, що бачення більшості науковців збігаються у виокремленні правил (принципів), проте автори, зокрема А. В. Сомик, які проводять дослідження теоретичних засад та практики діяльності ЦБ, визначають принципи, опираючись також і на тенденції реалізації сучасної процентної політики ЦБ іноземних держав, що є об'єктивно обґрунтованим [184].

Враховуючи спрямованість економічної політики України до стандартів країн із розвинутою ринковою економікою, пропонуємо використовувати розроблений нами на основі додатку Д перелік принципів встановлення процентних ставок грошового ринку НБУ (рис. 1.7).

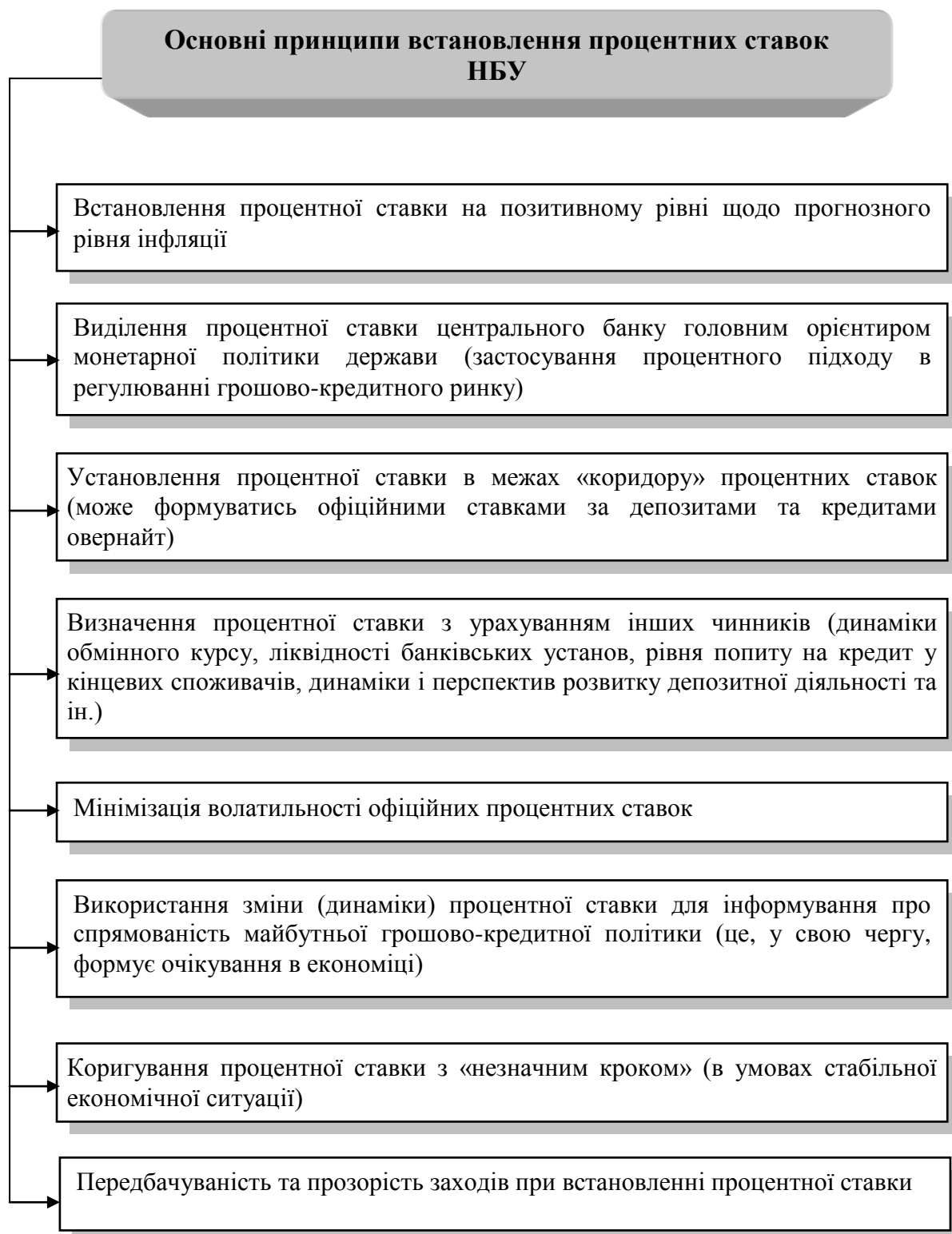


Рис. 1.7. Перелік основних принципів встановлення процентних ставок на грошовому ринку НБУ

Джерело: розроблено автором

У «Положенні про основи процентної політики» вказується, що «облікова ставка встановлюється на основі комплексного аналізу та прогнозу макроекономічного, монетарного та фінансового розвитку, підготовленого НБУ» [149]. Крім того, НБУ під час визначення облікової ставки враховує й інші чинники, які можуть вплинути на вартість коштів у національній валюті, насамперед інфляційні очікування, процентні ставки рефінансування, які використовуються ЦБ країн, що мають тісні торговельні зв'язки з Україною.

Міжбанківський ринок у сучасних ринкових економіках складається з двох частин: національні ринки; євrorинки [122, с. 46]. Національні ринки обслуговують фінансові інструменти в національній валюті, які регулюють національні банки. Процентні ставки на національних ринках залежать не лише від економічної кон'юнктури в країні, але й від чинників міжнародної економіки. Євrorинки обслуговують кредити, які здійснюються за межами країни цієї валюти або юрисдикції її ЦБ. У зв'язку з цим на них не розповсюджуються вимоги ЦБ щодо обов'язкового резервування, що робить процентні ставки євrorинку нижчими від їх значень на національних ринках.

Усі процентні ставки, крім процентної ставки за одинденними кредитами ЦБ, встановлюються на міжбанківських ринках. Для контролю за процентними ставками на грошовому ринку використовують спеціальні ставки пропозиції грошей на міжбанківському грошовому ринку. Найбільш відомими є:

«EURIBOR» (Europe Interbank offering rate) – Європейська міжбанківська облікова (процентна) ставка;

«HIBOR» (Hong kong Interbank offered rate) – процентна ставка пропозиції на міжбанківському депозитному ринку в Гонконзі;

«KIBOR» (Kyiv Interbank offered rate) – середньозважена процентна ставка за міжбанківськими кредитами, що надаються банками, на різний час у двох валютах на українському міжбанківському ринку. Не є реальним ринковим показником міжбанківського кредитування (тобто безпосередньо за ставкою KIBOR угоди не укладаються);

«LIBOR» (London Interbank offered rate) – Лондонська міжбанківська облікова (процентна) ставка;

«MOSPRIME» (Moscow Prime Offered Rate) – індикативна ставка, надання кредитів (депозитів) у рублях на московському грошовому ринку.

В умовах глобалізації міжбанківський ринок виходить за межі національних економік і послаблюється контроль з боку ЦБ. В Україні міжбанківський ринок залишається у сфері контролю НБУ.

Узагальнення положень світової економічної думки та адаптація досягнень монетарної теорії до потреб вітчизняної економіки дали змогу вивчити теоретико-методичні засади монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку. Зокрема, з'ясовано суть монетарного регулювання процентних ставок, виокремлено погляди економістів на становлення та розвиток сутності процента за історичними етапами. Встановлено, що сучасні теоретичні моделі грошово-кредитної політики є синтезом кейнсіанства і монетаризму. Досліджено суть монетарного трансмісійного механізму та виокремлено канали монетарної трансмісії, що застосовуються у моделях ЦБ країн світу та України. Розглянуто погляди вчених-економістів на класифікацію принципів установлення процентних ставок, що дає змогу запропонувати використання сформованих нами принципів встановлення процентних ставок грошового ринку НБУ, а також закріпити їх на законодавчому рівні.

Це дало змогу стверджувати, що монетарне регулювання процентних ставок на грошовому ринку – процес впливу регулятора (ЦБ) на процентні ставки, використовуючи методи, форми та інструменти регулювання для досягнення стратегічних цілей грошово-кредитної політики держави. Відповідно до нашого розуміння концептуально монетарне регулювання процентних ставок на грошовому ринку варто розглядати за такими рівнями:

1) система економічних відносин між регулятором та об'єктом регулювання;

2) сукупність організаційно-правових та методичних положень, які визначають (регламентують) процес регулювання, оскільки будь-яке регулювання здійснюється через певні закони, постанови, положення, інструкції;

3) набір конкретних інструментів, які використовує суб'єкт регулювання для впливу на об'єкт.

1.3. Складові системи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України

Трансформаційні процеси у вітчизняній економіці спрямовані на євроінтеграційний розвиток. Проте в умовах посилення глобальної політичної та економічної нестабільності, а також ослаблення економіки України тривалими економічними, структурними, інституційними кризами зростає потреба у регулюванні процентних ставок. Серед важливих завдань сьогодення – з'ясувати структурні компоненти системи монетарного регулювання процентних ставок, адже процентна політика є одним із ключових інструментів монетарного регулювання, здатна забезпечити стійке економічне зростання за низьких темпів інфляції та високого рівня зайнятості, що призведе до успішної інтеграції у світове господарство.

Розкриття основних елементів системи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку здійснимо за такими етапами: визначимо суть, мету й завдання системи; виокремимо її суб'єкт, об'єкт та предмет; дослідимо принципи, методи, інструменти, інфраструктуру й інформаційне забезпечення механізму, що приводить її в дію.

Організаційна будова системи монетарного регулювання репрезентується у межах конкретного об'єкта господарського регулювання та зі врахуванням особливостей його діяльності. У науковій літературі є багато визначень поняття «система». Система (з грецької *systema* – ціле, складене з частин) – «щось ціле, єдність закономірно розміщених і взаємозалежних частин; певний порядок, обумовлений розташуванням та взаємозв'язком частин» [190, с. 749].

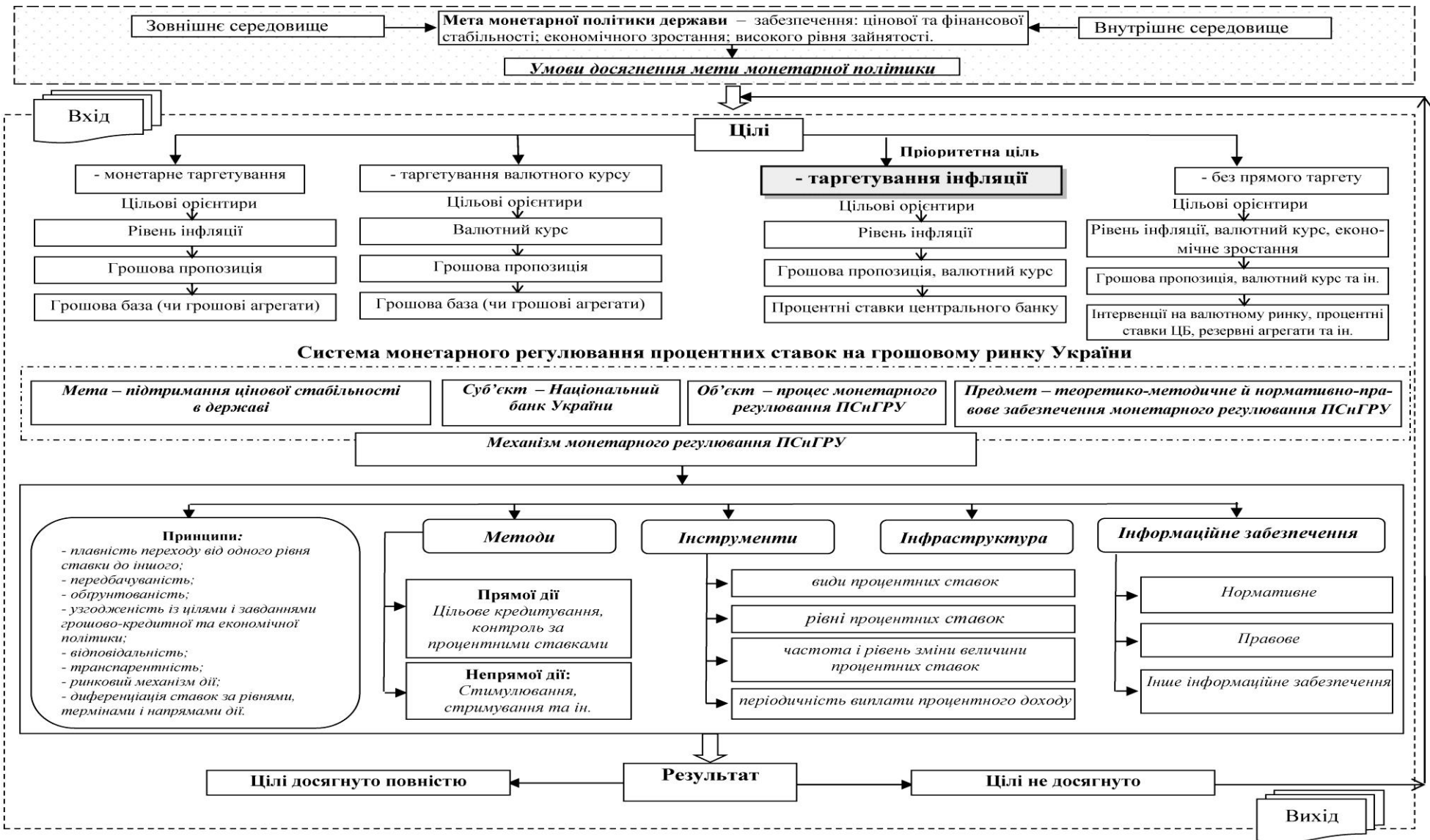
Для системи характерним є існування зв'язків і взаємовідносин із її складовими елементами, а також нерозривна єдність зі середовищем, у взаємозв'язку з яким система проявляє свою цілісність. Будь-яка система може

розглядатись як елемент системи більш високого порядку, в той же час її елементи можуть виступати як системи нижчого порядку.

Узагальнення трактувань відомими авторами терміна «система» [10; 20; 33; 178] дає змогу констатувати той факт, що їй притаманна наявність окремих частин (елементів), які взаємопов'язані та взаємодіють між собою, а також принципів, на основі яких функціонує механізм взаємоузгодження окремих складових цілісної системи. За результатами дослідження, проведеного у п. 1.2, подано суть монетарного регулювання. Зважаючи на суть монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку (див. п. 1.2), під системою монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку розуміємо сукупність структурних елементів грошового ринку та взаємозв'язків між ними, що забезпечують регулюючий вплив ЦБ на процентні ставки, за допомогою інструментів механізму регулювання процентних ставок, для досягнення мети грошово-кредитної політики держави.

Відтак основними елементами системи монетарного регулювання процентних ставок є: мета; предмет; суб'єкт; об'єкт та механізм монетарного регулювання процентних ставок (рис. 1.8).

Мета монетарної політики є кінцевою стратегічною ціллю державної економічної політики [33, с. 184] і полягає у досягненні економічного зростання, при якому забезпечуватиметься високий рівень зайнятості, стабільність цін і обмінного курсу грошової одиниці, фінансова стабільність. Одночасно досягнути всіх поставлених державою цілей неможливо (деякі з них суперечать одна одній), тому НБУ (як суб'єкт монетарного регулювання), зважаючи на внутрішнє та зовнішнє середовище, на економічну та політичну ситуацію, обирає мету, яка не суперечитиме стратегічним загальнодержавним економічним цілям. Обрана мета трансформується у досягнення окремих цілей через виконання поставлених завдань (див. рис. 1.8). Цілі можуть бути: стратегічні, проміжні, тактичні (операційні). У залежності від обраної мети формуємо основну ціль (монетарне таргетування, таргетування валютного курсу, таргетування інфляції, без прямого таргету), а відтак і цільові орієнтири для її досягнення.



ПСнГРУ – процентні ставки на грошовому ринку України

Рис. 1.8. Загальна схема функціонування системи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України

Джерело: розроблено автором

Зважаючи на те, що монетарним режимом для забезпечення пріоритетної цілі (зниження інфляції (за індексом споживчих цін)) в Україні встановлено інфляційне таргетування (далі – ІТ) і НБУ досягатиме встановленої цілі шляхом коригування облікової процентної ставки [150], метою монетарного регулювання процентних ставок є підтримання цінової стабільності в державі. Суб'єктом монетарного регулювання процентних ставок грошового ринку є НБУ (див. п. 1.2), об'єктом – процес монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку, а предметом – теоретико-методичне й нормативно-правове забезпечення монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку. Процес монетарного регулювання приводиться в дію його механізмом.

У загальному розумінні поняття «механізм» означає послідовність етапів, процесів, які визначають певні дії, явища; пристрій, що визначає порядок певного виду діяльності [13, с. 420]. Висвітленню суті поняття «механізм» у науковій економічній літературі приділено значну увагу [39; 114; 159; 167; 178; 193; 195; 198]. Тому під механізмом монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку розуміємо сукупність засобів монетарного регулювання та послідовність їх застосування для досягнення стратегічних цілей держави: зростання економіки, забезпечення повної зайнятості та цільового рівня інфляції, стабільності грошової одиниці.

У визначенні сутності механізму державного регулювання економіки найбільш вдалим є підхід, який передбачає його класифікацію за правовими, організаційними та економічними ознаками [58; 77; 79; 166], із подальшим їх описом шляхом характеристики структури, принципів формування, методів та інструментів реалізації [4; 167]. Пропонуємо механізм монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України розглядати як комплекс взаємопов'язаних структурних елементів, серед яких (див. рис. 1.8):

–принципи застосування інструментарію монетарного регулювання процентних ставок НБУ;

–методи, що використовуються у процесі розробки і реалізації процентної політики;

- інструменти, що дозволяють впливати на середовище, в якому реалізується процентна політика;
- інфраструктура – інституції, що беруть участь у реалізації процентної політики;
- нормативне, правове, інформаційне забезпечення проведення процентної політики.

Сьогодні механізм монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України ґрунтується на рестрикційній моделі процентної політики, що передбачає стримування процесу зростання інфляції та стабілізацію вартості грошової одиниці [150], а також перехід до кінця 2016 року до нової стратегії – режиму ІТ. За таких умов коригування облікової ставки НБУ та інших процентних ставок грошового ринку (за кредитами овернайт; рефінансування; за стабілізаційними кредитами; за депозитами овернайт; за залучення тимчасово вільних коштів банків, величина яких визначається обліковою ставкою НБУ та іншими чинниками та процедурами) здійснюватиметься у заздалегідь оголошені дати на підставі аналізу економічного та інфляційного розвитку. Решта інструментів відіграватимуть допоміжну роль.

Формулювання принципів є важливим елементом механізму монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України. У п. 1.2 роботи нами висвітлено принципи встановлення процентної ставки центральними банками, тому на часі сформулювати основні принципи застосування інструментарію монетарного регулювання процентних ставок, порядок дій регулятора по відношенню до об'єкта (табл. 1.4).

Дотримання представлених принципів формує ринкові очікування, стимулює банківську систему до ефективного перерозподілу грошових коштів і розвитку ресурсної бази, з мінімальною участю централізованих ресурсів НБУ, а також дозволяє підтримувати стабільне функціонування суміжних валютного і фондового ринку, при одночасному нарощуванні державних золотовалютних резервів.

**Принципи застосування інструментарію монетарного регулювання
процентних ставок НБУ**

№ з/п	Принципи застосування інструментарію монетарного регулювання процентних ставок НБУ	Характеристика принципів застосування монетарного регулювання процентних ставок НБУ
1	Плавність переходу від одного рівня ставки до іншого	Стабільність грошового ринку – один із головних орієнтирів діяльності НБУ. Різкі зміни в рівні процентних ставок, а також часте їх підвищення чи зниження негативно позначаються на стабільному функціонуванні банківської системи, підривають довіру до грошово-кредитної політики, призводять до змін інвесторів на користь зарубіжних фінансових активів, ускладнюють нормальне функціонування валютного і фондового ринків. Щоб не допустити негативних ситуацій, НБУ варто регулювати процентні ставки за своїми інструментами без різких коливань. Така політика сприятиме нормальному функціонуванню грошового ринку і формуванню адекватних ринкових очікувань
2	Передбачуваність	СГД повинні мати змогу передбачати майбутній розвиток процентної політики під час реалізації довгострокових угод з діловими партнерами
3	Обґрунтованість	Рішення, що приймаються органами управління НБУ, повинні мати логічне обґрунтування
4	Узгодженість із цілями і завданнями грошово-кредитної та економічної політики	Рішення НБУ у межах процентної політики повинні забезпечувати створення умов для досягнення основних цілей грошово-кредитного регулювання та не перешкоджати реалізації цілей економічної політики
5	Відповідальність	Орієнтири процентної політики мають підвищити відповідальність НБУ за результати її проведення
6	Транспарентність	Дає можливість громадськості брати участь в обговореннях доцільності ухвалення рішень органами управління НБУ для виявлення можливих протиріч і подальшого коригування курсу реформ
7	Ринковий механізм дії	а) НБУ не втручається у процес планування і регулювання банками їх коротко- та довгострокової ліквідності; б) регулювання попиту банків на рефінансування здійснюється за допомогою встановлення процентних ставок НБУ; в) НБУ вибудовує грошово-кредитну політику, дотримуючись принципів рівності учасників грошового ринку, і не використовує прямі інструменти дії на цей ринок; г) під час здійснення операцій на відкритому ринку НБУ виступає як рівноправний учасник; д) процентні ставки НБУ є однаковими для всіх банків і не диференціюються по відношенню до того або іншого позичальника
8	Диференціація ставок за рівнями, строками і напрямками дії	У межах системи регулювання зберігається диференціація процентних ставок залежно від термінів підтримки або вилучення ліквідності, спрямованості здійснюваних операцій, а також у межах рівнів підтримки ліквідності

Джерело: розроблено автором за [35; 36; 86; 90; 101]

Важливе значення має правильний вибір методів монетарного регулювання процентних ставок. Під методом регулювання процентних ставок розуміємо спосіб впливу суб'єкта на об'єкт і предмет. У вітчизняних та іноземних наукових джерелах для реалізації процентної політики виділяють методи прямої та опосередкованої дії [36; 72; 87; 109; 112; 115; 148; 196; 221]. До методів прямої дії належать цільове кредитування (кількісне обмеження) та контроль за процентними ставками (цінове обмеження). Проте відповідно до досліджень, проведених іноземними вченими І. Бузенека та Р. Майно, методи прямої дії не використовуються в економічно розвинених країнах, а їх частка у країнах, що розвиваються, та країнах із трансформаційною економікою є незначною (з тенденцією до скорочення) [221, с. 11]. Основними методами реалізації процентної політики є стимулювання (політика «дешевих грошей») і стримування (політика «дорогих грошей»). Метод стимулювання застосовується з метою насичення економіки грошовою масою для пожвавлення економічної кон'юнктури; стримування використовується для боротьби з інфляцією (додаток Д).

Засобом реалізації методу є інструмент. Інструментом грошово-кредитної політики є комплекс заходів та процедур, за допомогою яких ЦБ втручається у функціонування грошового ринку, для досягнення цілей, що визначені стратегією грошово-кредитної політики і ведуть до досягнення головної мети. В основу конструкцій і правил використання цих інструментів покладається знання принципів, методів монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку. Ці інструменти реалізуються за правилами, що визначені нормативно-правовою базою країни в умовах інфраструктури грошового ринку.

Інструментами монетарного регулювання процентних ставок є: види і рівні процентних ставок, частота і рівень зміни величини процентних ставок, періодичність виплати процентного доходу. Інструменти регулювання процентних ставок грошового ринку застосовуються комплексно, залежно від завдань, що виконуються.

Інструментом регулювання процентних ставок можна вважати обмеження, які встановлюються НБУ, на процентні ставки грошового ринку в

Україні. Прикладами процентного регулювання грошового ринку НБУ є такі обмеження [189; 201]:

1) максимальної процентної ставки за залученими коштами, на умовах субординованого боргу. Максимальна ставка при цьому встановлюється диференційовано, залежно від валюти та терміну залучених субординованих коштів;

2) максимальної процентної ставки за зовнішніми запозиченнями резидентів. Максимальна ставка запозичень для резидентів на міжнародних фінансових ринках обмежується залежно від виду залучених коштів (1, 2, 3 група кредитів та позик в іноземній валюті за «Класифікатором іноземних валют», затвердженим Постановою Правління НБУ від 04.02.1998 № 34), виду процентної ставки (плаваюча і фіксована) і строків запозичень (до 1 року, 1-3 роки, більше 3 років).

З рівнем процентних ставок, як інструментом дії, безпосередньо пов'язаний «коридор» процентних ставок. За допомогою встановлення нижньої й верхньої меж процентної ставки за інструментами підтримання або вилучення ліквідності банківської системи формується «коридор» коливання процентних ставок у банківській системі. Тобто складний інструмент монетарного регулювання процентних ставок містить більш прості, які в комплексі застосовуються для досягнення синергетичного ефекту, в процесі досягнення мети регулювання. Так, інструментом регулювання процентних ставок є обмеження, які встановлюються та визначаються НБУ на процентні ставки грошового ринку в Україні (рівень процентних ставок відносно їх конкретного виду).

Оскільки об'єктом нашого дослідження є процес монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку, розглянемо детальніше дію такого інструменту, як процентна ставка.

Змінюючись під тиском різноманітних чинників, процентні ставки впливають на переміщення капіталу між різними сегментами грошового ринку, а відтак – на фінансовий і реальний сектори економіки, зрештою – на зайнятість, інфляцію та економічне зростання.

Величина процентної ставки та її динаміка дозволяють приймати рішення щодо напрямів господарської діяльності, інвестування коштів, отримання позик та їх погашення, зміни структури інвестиційного портфеля й зміни частки певних активів.

Змінюючи облікову ставку, ЦБ інформує СГ щодо зміни спрямованості його процентної політики. Для комерційних банків така дія є орієнтиром для встановлення процентних ставок за кредитами та депозитами. Відповідна реакція ринку на зміну облікової ставки є можливою лише за умов існування належного конкурентного середовища на ринку банківських послуг.

М. І. Макаренко підкреслює, що «особливо успішно ефект оголошення про можливу чи фактичну зміну офіційної облікової ставки використовується у США, де існує високий ступінь довіри до дій керівних органів ЦБ (мінімальні зрушення офіційної облікової ставки або натяк про їх можливість призводять до руху потужного механізму між ринкового перетікання капіталів). В Україні ефект оголошення офіційної облікової ставки відіграє поки не значну роль, оскільки адаптаційні очікування економічних суб'єктів формуються переважно через прогнозований курс долара до гривні, рівень інфляції, запровадження нових платежів до бюджету чи виплат з нього» [89, с. 281].

Погоджуємося зі вченими (В. Зимовцем, О. Жиглій, В. Козюком, В. Подчесовою, В. Радзієвською, О. Шаринською), що виділяють дві групи причин, через які може змінюватися рівень облікової ставки ЦБ:

- причини, зумовлені загальними тенденціями розвитку національної економіки (фаза ділового циклу, інфляція, міграція капіталу);
- причини, пов'язані з рішенням ЦБ щодо грошової сфери (тип грошово-кредитної політики, вирівнювання платіжного балансу, запобігання девальвації національної валюти).

Перша група причин є первинною щодо другої, оскільки розвиток секторів економіки впливає на рішення ЦБ у грошово-кредитній сфері. Маніпулювання обліковою ставкою варто розглядати як запобіжний важіль впливу на попит і пропозицію на грошовому ринку.

Регулювальні можливості ЦБ є обмеженими реальною процентною ставкою, яку формують в економіці.

В економічній теорії важливе місце займає розмежування ринкової та природної процентної ставки (вперше виклав сучасне розуміння ринкової та природної ставки процента Д. Рікардо – див. п. 1.2, додаток Б). Реальна процентна ставка традиційно розглядалася в класичній економічній теорії, де порівнювалася з нормою прибутку на капітал [162, с. 451]. К. Віксель поділяв процент на: «процент у підприємницькій діяльності та банківський процент. Підприємницький процент визначає природну ставку процента, а банківський – ринкову» [61, с. 75].

М. Блауг стверджує, що процент – реальне (об'єктивне, природне) явище, якщо він проявляє себе як відносна ціна, і грошове явище, коли проявляє себе як абсолютна ціна. Відповідно, теорія процента адекватно відображає лише механізми впливу процентної політики на товарні ринки, в той час як грошова теорія пояснює лише дію цінового механізму на ринку капіталу [15, с. 563].

Отже, реальна процентна ставка застосовується у реальному секторі економіки і тому в деяких випадках визначається як природна процентна ставка. Грошова процентна ставка визначається на кредитному ринку або на ринку цінних паперів.

Процентні ставки в національній економіці перебувають у системному взаємозв'язку й обумовлені зміною рівня доходності різних факторів виробництва, реальної економіки та фінансових активів. Як бачимо з рис. 1.9, процентні ставки реального сектора економіки та фінансового сектора взаємодіють між собою.

У реальному секторі економіки визначається норма прибутку або частка прибутку до авансованого капіталу, яка характеризує ефективність вкладених коштів. Також використовується інший відносний показник – норма доходу, яка є часткою доходу до вкладеного капіталу. Оцінка величини процента здійснюється через використання відносної величини – норми процента, шляхом співставлення суми прибутку до величини позикового капіталу, які

залежать від попиту та пропозиції на позиковий капітал на грошовому ринку, від економічної кон'юнктури, рівня інфляції тощо [46, с. 270].

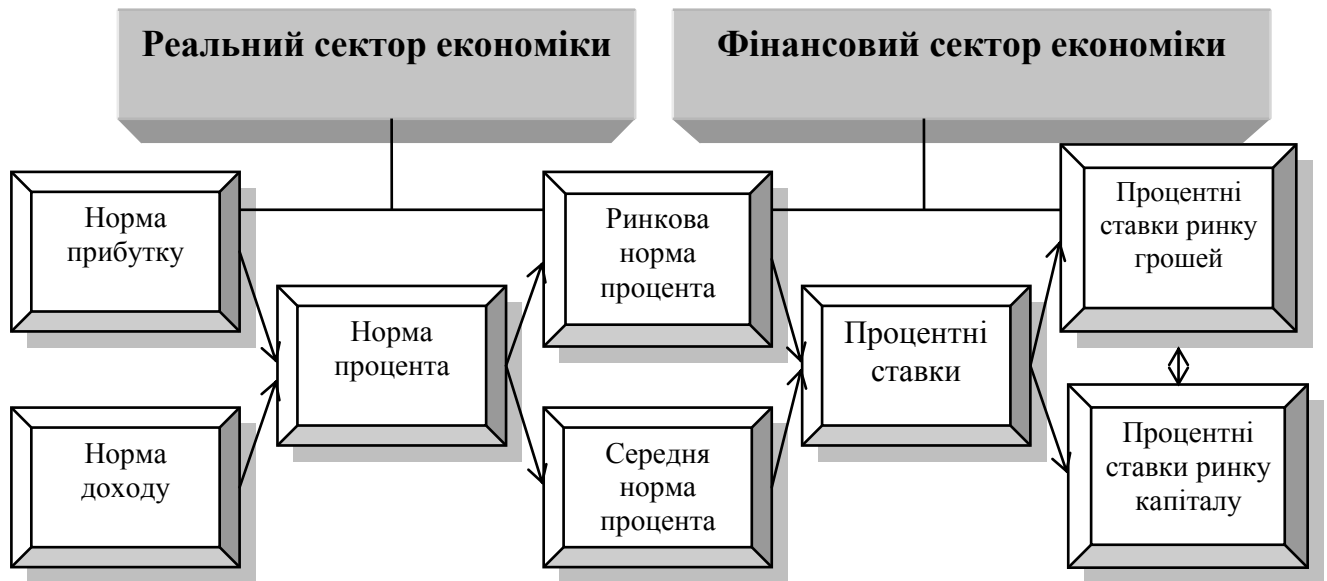


Рис. 1.9. Структура процентних ставок реального та фінансового секторів економіки

Джерело: систематизовано автором за [66, с. 242]

Середня норма процента використовується для оцінки в певний період часу рівня доходу на позиковий капітал. Вплив економічної кон'юнктури оцінюється через використання ринкової процентної ставки.

Погоджуємося з твердженнями В. Зимовця, що природа реальної процентної ставки обумовлена дією реальних факторів виробництва, зміна яких відбувається в довгостроковому періоді. Тому реальна процентна ставка є довгостроковою і не підлягає регулюванню заходами грошово-кредитної політики. Впливати на реальну процентну ставку можна заходами інвестиційної та структурної політики через фактори виробництва та їх доходність.

ЦБ, регулюючи величину офіційних процентних ставок, впливає на процеси, які відбуваються не лише у фінансовому, але й у реальному секторі економіки.

Т. Унковська зауважує, що процес монетарної трансмісії можна представити як послідовну передачу грошових імпульсів: від стартової точки (операцій ЦБ) через короткостроковий міжбанківський ринок, потім через весь

ланцюг взаємодіючих сегментів фінансового ринку до результуючих змін у реальному секторі економіки [189, с. 36].

Підвищення рівня облікової ставки призводить до зростання вартості кредитів ЦБ для комерційних банків. Останні у цьому випадку прагнуть компенсувати свої втрати шляхом підвищення ставок за кредитами, які вони надають позичальникам. Крім того, подорожчання кредитів ЦБ стримує попит на кредит з боку комерційних банків. Як наслідок, підвищення рівня облікової ставки спричиняє падіння обсягів рефінансування, зменшення грошової бази і звуження пропозиції грошей. Зниження ЦБ рівня облікової ставки має зворотний вплив. Воно стимулює зростання попиту на кредит з боку комерційних банків, призводить до зростання обсягів рефінансування, збільшує грошову базу і розширює пропозицію грошей. Через зміну пропозиції грошей процентна політика ЦБ впливає на ринкові процентні ставки. Так, розширення пропозиції грошей сприяє зниженню процентних ставок комерційних банків, що веде до зростання кредитних вкладень в економіку, стимулює у такий спосіб економічну активність, і навпаки.

Процентна політика ЦБ впливає на динаміку кон'юнктури на фондовому ринку, а отже, і на дохідність цінних паперів. Так, підвищення ЦБ облікової ставки веде до зростання процентних ставок комерційних банків за кредитами і депозитами. Тому для СГ зростає привабливість розміщення коштів на депозитах у банках, у зв'язку зі збільшенням їх дохідності, а для банків зростає привабливість прямого кредитування СГ, у зв'язку зі зростанням вартості кредитування. Під впливом наведених чинників попит на цінні папери зменшується, їх ринкова вартість має тенденцію до зниження, а дохідність — до зростання. Зниження ЦБ облікової ставки спричиняє підвищення попиту на цінні папери, зростання їх ринкової вартості, а отже, зниження дохідності.

Процентна політика ЦБ опосередковано впливає на стабільність обмінного курсу національної валюти за рахунок механізму припливу (відпливу) спекулятивних капіталів, які переміщуються між країнами з метою пошуку найбільш прибуткового розміщення. Зростання облікової ставки ЦБ

сприяє імпорту короткострокових ресурсів у країну з тих ринків, де облікова ставка виявляється нижчою, а отже, здійснює позитивний вплив на платіжний баланс і викликає подорожчання національної валюти. У разі зниження облікової ставки спостерігається відплив капіталів із країни на ті ринки, де облікова ставка вища, що сприяє послабленню національної валюти [201, с. 449-450].

На рис 1.10 показано вплив процесу регулювання процентних ставок ЦБ на фінансовий та реальний сектори економіки.

Економіці властива інфляція, тому для процентних ставок варто розрізнити номінальні та реальні величини. Поділ процентних ставок на реальні та номінальні започаткував американський економіст І. Фішер. Зв'язок між номінальною та реальною процентними ставками розраховується за спрощеною формулою [191, с. 258]:

$$i = i_r + P, \quad (1.6)$$

де i – номінальна процентна ставка;

i_r – реальна процентна ставка;

P – величина інфляції.

Відповідно до цієї формули спостерігаємо такі результати взаємодії інфляції та процентних ставок:

1. $i > P$ - додатна процентна ставка забезпечує нормальне функціонування економічних систем. За умов економічних криз та падіння загального рівня цін процентна ставка за реальним фактором виробництва знижується, що робить недоцільним виробниче інвестування. За таких обставин грошові процентні ставки підвищуються, оскільки невикористані заощадження переходять на банківські рахунки. За умов економічного піднесення та зростання цін реальні фактори виробництва стають привабливими для інвестування і реальні процентні ставки починають перевищувати грошові процентні ставки.

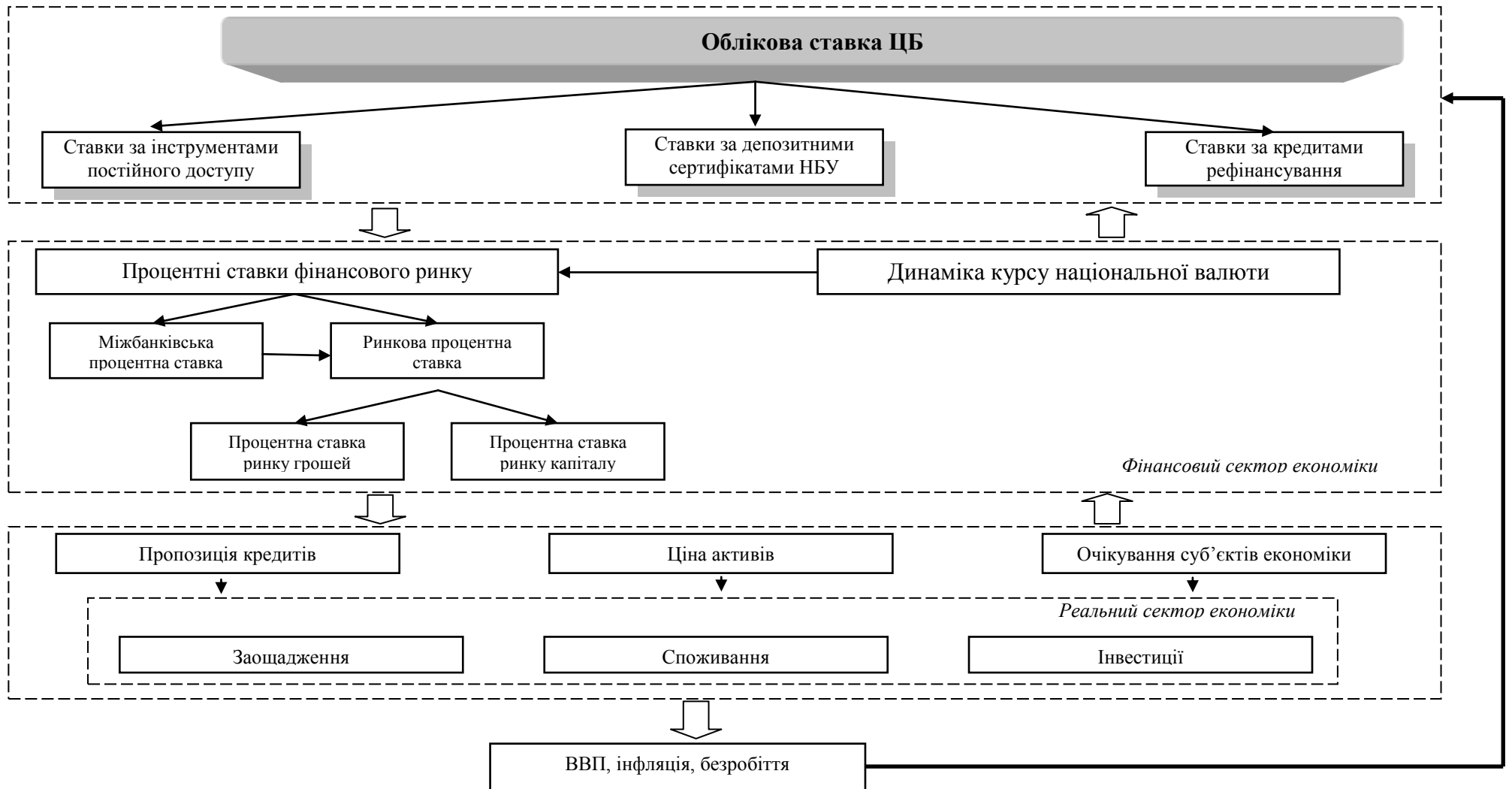


Рис. 1.10. Візуалізація впливу процесу регулювання процентних ставок ЦБ на фінансовий та реальний сектори економіки

Джерело: розроблено автором за [113; 170]

2. $i < \Pi$ - такий факт спостерігається в умовах високої інфляції під час економічних криз, коли гроші починають знецінюватися. Рівень інфляції, яка швидко збільшується, починає перевищувати очікування більшості учасників економічної діяльності, які й оперують із реальними від'ємними процентними ставками. Від'ємна процентна ставка може існувати лише короткий період часу, оскільки вона стимулює необмежений попит на товари. Зменшення товарних запасів стимулює виробництво і, відповідно, зростає попит на гроші, внаслідок чого процентна ставка знову досягне додатного значення.

Динаміку зміни облікової ставки НБУ, реального рівня облікової ставки та темпів приросту інфляції у 2000-2016 рр. покажемо на рис. 1.11. Як бачимо, реальна облікова ставка в Україні за аналізований період перебувала на позитивному рівні з 2000 по 2003 рр. та з 2010 по 2013 рр. (див. рис. 1.11).

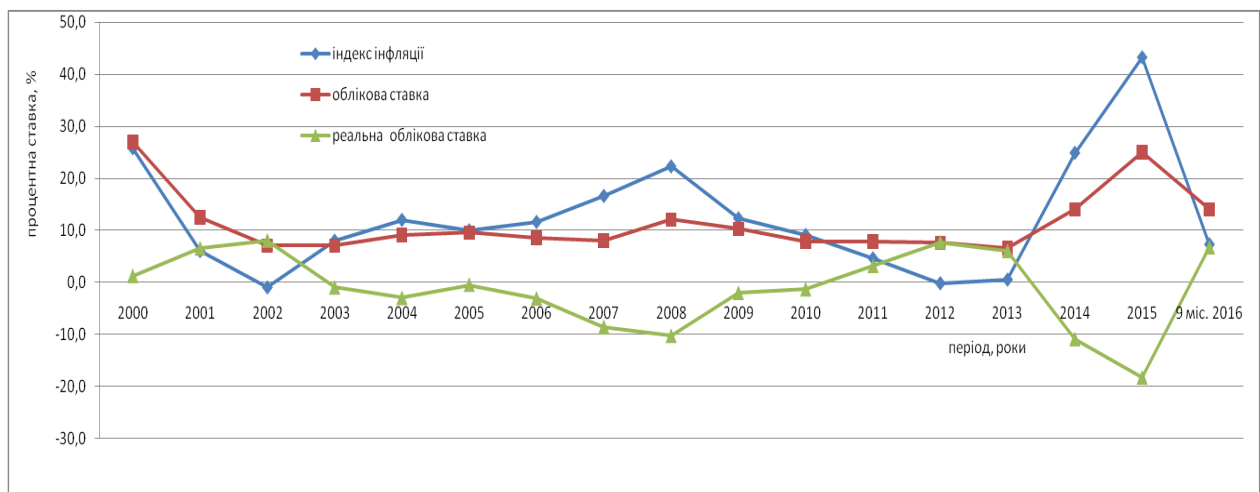


Рис. 1.11. Динаміка зміни облікової ставки НБУ, реального рівня облікової ставки та темпів приросту інфляції у 2000-2016 рр.

Джерело: розроблено автором за [18]

Перерахунок облікової ставки НБУ, яка встановлюється в дисконтній формі, у звичайний вигляд здійснюється за формулою:

$$i = d / (1 - d), \quad (1.7)$$

де i – номінальна процентна ставка звичайної форми (у частках одиниці);
 d – дисконтна ставка (у частках одиниці).

Реальна процентна ставка (r) розраховується так [205, с. 19]:

$$r = ((1 + (d / (1 - d))) / (1 + p)) - 1 \quad (1.8)$$

Отже, комплекс інструментів для реалізації грошово-кредитної політики щодо процентних ставок грошового ринку об'єднаний конкретною метою, цілями, принципами та нормативними межами, це інструментарій державного регулювання процентних ставок грошового ринку.

Застосування такого інструментарію – важливий компонент регулювання грошового ринку України, оскільки чинить вплив на механізм функціонування реального сектора економіки країни.

Центральну ланку інституціональної структури регулювання грошового ринку України складає НБУ, що забезпечує управління показниками стану грошово-кредитної сфери. Сучасні ЦБ також реалізують грошову політику за посередництвом фінансових (особливо міжбанківського) ринків [237; 286].

Такі особливості сучасних грошей, як їх зобов'язальна природа, кредитний характер грошової емісії, структура грошового обігу, специфіка підрахунку грошової маси, потенціал кредитного і процентних каналів трансмісійного механізму грошово-кредитного регулювання, зумовлюють вагоме значення інституцій кредитної системи. Для цілісності й стабільності грошового ринку важливим є надійний статус таких інституцій: НБУ, банків, спеціалізованих фінансово-кредитних організацій.

Інституції, поряд із інформаційним забезпеченням, формують інфраструктуру реалізації політики регулювання процентної ставки в межах грошово-кредитної політики НБУ.

Інфраструктура грошового ринку характеризується з позицій: складової фінансово-кредитної інфраструктури; інфраструктурного блоку грошової системи; банківського сектора [157, с. 10].

Інфраструктура регулювання процентних ставок на грошовому ринку є його невід'ємною частиною й організовує процес діяльності та розвитку ринку, впливаючи на економіку в цілому. Дієва інфраструктура вимагає організації цілісної системи, що створює умови для виконання циклу обґрунтування, зміни, введення в дію, аналізу процентних ставок грошового ринку.

Інфраструктуру реалізації політики монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України розглядаємо як сукупність установ і організацій, що забезпечують умови здійснення регулювання процентної ставки грошового ринку в країні. Це установи й організації (НБУ, банки, консультаційні та інформаційно-маркетингові фірми тощо), які забезпечують передачу імпульсів грошово-кредитної політики на грошовому ринку, у процесі регулювання процентних ставок, забезпечуючи взаємозв'язок об'єктів і суб'єктів такого ринку.

Зважаючи на дослідження, здійснені Б. І. Пшиком, Т. М. Неклюдовою [157], виокремимо складові інфраструктури регулювання процентних ставок на грошовому ринку:

1) посередницький блок: комерційні банки, кредитні спілки, лізингові та фінансові компанії, компанії з управління активами, інститути спільного інвестування, недержавні пенсійні фонди та ін.;

2) регулятивний блок: НБУ, законодавчі й нормативно-правові документи, які регламентують грошово-кредитні відносини в державі;

3) обліковий блок: депозитарії, депозитарні установи, розрахункові центри, клірингові системи;

4) організаційний блок: аудиторські компанії, вищі навчальні заклади, науково-дослідні установи, юридичні компанії, розробники програмного забезпечення, фінансові консультанти, оцінювачі.

Під правовим та нормативним забезпеченням регулювання процентних ставок на грошовому ринку розуміється відповідна частина законодавства, що регламентує діяльність інституцій інфраструктури та поведінку суб'єктів ринкових відносин. Саме нормативне та правове забезпечення визначає процес регулювання процентних ставок грошового ринку.

На відміну від правового забезпечення, яке є важливим елементом механізму реалізації процентної політики і включає законодавчі акти, постанови, накази, циркулярні листи, правові документи ЦБ та ін., нормативна

база як важливий елемент регулювання грошового ринку забезпечує процедури ухвалення рішень у цій сфері та послідовність політики, що проводиться. Характерно, що у певних економічно розвинених країнах забезпечення заходами грошово-кредитної політики економічного зростання і зайнятості є законодавчою нормою. Так, зокрема, у США діє Закон «Про зайнятість» від 1946 р. і Закон «Про повну зайнятість і збалансований ріст» від 1978 р. (закон Хемфрі-Хоукинса) [40]. Нормативне забезпечення включає інструкції, офіційні ставки, методичні вказівки та роз'яснення тощо. Регулювання грошового обігу, розвиток його методів здатні спричинити істотні зміни в грошових системах, у тому числі на законодавчому рівні. Так, законодавче закріплення забезпечення стійкості національної грошової одиниці як найважливішої мети діяльності ЦБ передбачає розробку нових методів регулювання грошового обігу, наприклад таргетування грошових показників.

Інше інформаційне забезпечення регулювання процентних ставок на грошовому ринку формує інформаційні мережі та потоки, що забезпечують прямий та зворотний зв'язок між суб'єктами ринкових відносин, у процесі зміни та дії процентних ставок на грошовому ринку. Така інформаційна складова забезпечення регулювання процентних ставок на грошовому ринку представлена інформаційними мережами та потоками, а також інституціями, що їх забезпечують: засобами масової інформації, інформаційними й рекламними компаніями, телебаченням, засобами радіозв'язку, мережею Інтернет, виставками, ярмарками, рейтинговими агенціями, бюро кредитних історій, аналітичними та консалтинговими компаніями. Саме елементи інформаційної складової регулювання процентних ставок на грошовому ринку забезпечують зворотний зв'язок інфраструктури регулювання зі зовнішнім середовищем, що є передумовою адаптації до вимог ринкової економіки на кожному етапі розвитку грошового ринку країни.

Отже, інформаційне забезпечення складається з інформації, що є у розпорядженні НБУ, про основні макроекономічні показники, про стан

грошової, кредитної й банківської системи, окремі комерційні банки, що укладають з ЦБ кредитний і депозитний договір. Вказану інформацію НБУ аналізує та на її основі приймає рішення стосовно зміни процентних ставок грошового ринку України.

Надалі вивчення основних елементів системи та її функціонування сприятиме дослідженню системи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України. Це дозволить виявити проблеми розвитку, виокремити шляхи вирішення та напрями покращення її діяльності з метою вдосконалення.

Висновки до розділу 1

Дослідження теоретичних основ монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку дало змогу отримати такі результати:

1. Розглянуто підходи до визначення сутності поняття «грошовий ринок», запропоновано авторське тлумачення грошового ринку за фінансовою, макроекономічною та організаційною складовими. Відповідно до фінансового підходу грошовий ринок – це сукупність фінансово-кредитних відносин між суб'єктами ринку, що активізує грошовий обіг; за макроекономічним – це структурний елемент національного ринку, сукупність грошових ресурсів країни, що постійно переміщуються, розподіляються та перерозподіляються під впливом його суб'єктів. Під час аналізу стану функціонування грошового ринку та макроекономічних процесів на ньому макроекономічний та фінансовий підходи повинні доповнювати один одного. В організаційному контексті грошовий ринок – сукупність суб'єктів, які організують та супроводжують перехід коштів від їх власників до позичальників. Механізм взаємодії суб'єктів грошового ринку при формуванні пропозиції та забезпеченні попиту на такому ринку формує процент як ціну грошових ресурсів. Представлено об'єкт, суб'єкти та інструменти грошового ринку, що забезпечують його функціонування та розвиток. Визначено чинники формування попиту на гроші та з'ясовано чинники впливу на грошову пропозицію.

2. Погляди економістів на становлення та розвиток сутності процента згруповано за трьома історичними етапами: 1) від найдавніших часів до другої половини XIX ст. – розкриття теоретичної сутності процента; 2) друга половина XIX ст. – початок XX ст. – виокремлення чинників та механізмів формування процента; 3) початок XX ст. – до сьогодні – з'ясування ступеня впливу процента на передавальний (трансмісійний) механізм грошово-кредитної політики; виокремлено канали монетарної трансмісії, що застосовуються у моделях ЦБ країн світу та України. Встановлено, що сучасні теоретичні моделі грошово-кредитної політики є синтезом кейнсіанства і монетаризму. Ефективність обраного підходу регулювання процентних ставок залежить від економічних умов, у яких вона застосовується.

3. Визначено сутність монетарного регулювання процентних ставок грошового ринку, під яким розуміємо процес впливу регулятора грошового ринку на процентні ставки, використовуючи методи, форми та інструменти регулювання для досягнення стратегічних цілей грошово-кредитної політики держави. Доведено, що в умовах виходу з кризи процентна політика є одним із ключових інструментів монетарного регулювання, здатним у майбутньому забезпечити: стійке економічне зростання за низьких темпів інфляції та високого рівня зайнятості; підтримання економічної та соціальної стабільності; успішну інтеграцію у світове господарство.

4. На основі розглянутих поглядів вчених-економістів щодо класифікації принципів установаження процентних ставок запропоновано використовувати сформовані принципи встановлення процентних ставок на грошовому ринку НБУ, закріпивши їх на законодавчому рівні.

5. Представлено систему монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку, шляхом виокремлення основних її складових, а саме: мети; завдань (відповідно до обраної мети); предмета; суб'єкта; об'єкта та механізму. Система монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку – це сукупність структурних елементів грошового ринку та взаємозв'язків між ними, що забезпечують вплив регулятора на процентні ставки, за допомогою інструментів механізму регулювання процентних ставок, для досягнення мети грошово-кредитної політики держави.

6. Запропоновано механізм монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України розглядати як комплекс взаємопов'язаних структурних елементів, якими є: принципи застосування інструментарію монетарного регулювання процентних ставок НБУ; методи, що використовуються в процесі розробки і реалізації процентної політики; інструменти, що дозволяють впливати на середовище, в якому реалізується процентна політика; інфраструктура – система інституцій, що беруть участь у реалізації процентної політики; правове, нормативне й інше інформаційне забезпечення проведення процентної політики.

Основні наукові результати розділу опубліковані в працях: [125; 126; 127; 128; 129; 130; 131; 136; 137].

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ СТАНУ МОНЕТАРНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ПРОЦЕНТНИХ СТАВОК НА ГРОШОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

2.1. Процентна політика Національного банку України та її інструменти

У Конституції України та Законі «Про НБУ» основною функцією Національного банку нашої держави визначено забезпечення стабільності грошової одиниці. Також НБУ у межах своїх повноважень сприяє фінансовій стабільності та додержанню стійких темпів економічного зростання, проте при виконанні своєї основної функції він повинен виходити з пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі [76; 148]. Тому здійснювати грошово-кредитну, зокрема процентну, політику НБУ може за умови, якщо це не перешкоджає досягненню основної цілі.

Як ми вже зазначали, процентна політика ЦБ є дієвим інструментом регулювання грошового ринку. Регулюючи величину процентних ставок, ЦБ впливають на грошову пропозицію, рівень інфляції, динаміку обмінного курсу національної валюти, на інтенсивність переміщення капіталу між різними сегментами грошового ринку, а відтак і на реальний сектор економіки.

Для оцінювання стану монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України проведемо дослідження становлення та розвитку процентної політики в Україні та проаналізуємо інструментарій монетарного регулювання процентних ставок.

А. Гальчинський стверджує, що в перехідних економіках постійно постає проблема вибору найбільш ефективного напрямку процентної політики. «Політика низьких процентних ставок має переваги, пов'язані з можливістю стимулювання інвестицій, кредитування пріоритетних галузей економіки. Проте, як засвідчує теоретичний аналіз та реальна практика, низькі процентні ставки не дають бажаних результатів. Низька процентна ставка зменшує обсяги

зберігання фінансових ресурсів і тому не сприяє зростанню інвестицій, а викликає протилежний ефект. Не виправдовує себе й вибіркоче кредитування, оскільки через ефект кредитного мультиплікатора кредитні резерви розпоршуються по всій економіці» [25, с. 201].

На систему процентних ставок, яка формується у різних країнах, впливає багато чинників: інституційна структура та рівень розвитку грошового ринку, економічна ситуація в державі, стратегічні цілі грошово-кредитної політики та ін. Досліджуючи процентну політику НБУ, нами виділено етапи її формування та реалізації (табл. 2.1).

Таблиця 2.1

Етапи формування та реалізації процентної політики НБУ

№ з/п	Періоди дії етапу	Ознаки економічного розвитку країни	Види процентної політики	Характерні ознаки етапу
1	2	3	4	5
1	I-й етап – 1992-1994 рр.	Економічна криза, гіперінфляція	М'яка, експансійна	Процентна політика реально не впливала на регулювання грошового ринку. Безготівкова кредитна емісія спрямовувалася на покриття дефіциту Державного бюджету, а також на селективне кредитування за окремими рішеннями Верховної Ради України і не відповідала економічній ситуації, економічним процесам, які відбувались у державі, а також не відображала вартості національної грошової одиниці (купонокарбованця).
2	II-й етап – 1995-1999 рр.	Макроекономіч на стабілізація, створення передумов для використання процентної політики	Жорстка, рестрикційна	Після запровадження української національної грошової одиниці (гривні) були створені передумови для стабілізації монетарної сфери та розширення можливостей застосування процентної політики. Реальна облікова ставка набула позитивного значення щодо темпів інфляції. Розширення можливостей процентної політики шляхом використання ломбардного кредитування та операцій РЕПО. Використання державних цінних паперів – облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) – створило механізм регулювання грошового обігу та використання процентної політики. Проте в умовах і

Продовження таблиці 2.1

1	2	3	4	5
				Стагнації реального сектора виробництва та його низької рентабельності інвестування в ОВДП створило передумови для побудови «фінансових пірамід».
3	III-й етап – 2000-2007 рр.	Економічне зростання, формування засад грошового ринку та процентної політики	Нейтральна, рестрикційна	Поступове зниження облікової ставки, збільшення обсягів рефінансування, зокрема шляхом надання кредитів овернайт, проведення тендерів кредитів, операцій СВОП. Проте зростання обсягів кредитування, особливо в іноземній валюті, спричинило значний валютний та кредитний ризик для банків.
4	IV-й етап – 2008-перша половина 2009 рр.	Формування і реалізація процентної політики в умовах глобальної економічної кризи	Рестрикційна	Проведення НБУ процентної політики, - спрямованої на утримання процентної ставки на позитивному щодо інфляції рівні (для повернення вкладів у банківську систему).
5	V-й етап з другої половини 2009 до 2013 рр.	Стабілізація економіки	Експансійна	Поступове зниження облікової ставки. Використання операцій на відкритому ринку для повернення довіри до банків. Створення стимулів для поліпшення ситуації в реальному секторі економіки.
6	VI-й етап – 2014 р. – до сьогодні	Національна політична та економічна криза, формування сучасної процентної політики	Рестрикційна	Спрямування заходів процентної політики на стримування темпів зростання інфляції та стабілізацію вартості грошової одиниці. 18.08.2015 р. НБУ затвердив перехід у 2016 р. до нової стратегії – режиму IT [150], оголосивши процентну політику основною у досягненні поставлених щодо інфляції цілей. Корегування ключової процентної ставки (синхронізованої з обліковою ставкою) здійснюється НБУ у заздалегідь оголошені дати, на підставі аналізу економічного та інфляційного розвитку. Інші інструменти грошово-кредитної політики відіграють допоміжну роль.

Джерело: розроблено автором.

Оцінюючи діяльність НБУ в системі заходів державної економічної політики, вітчизняні вчені-економісти наголошують на значному прогресі у використанні ринкових інструментів грошово-кредитного регулювання, які охоплюють [10, с. 277; 30, с. 74-76; 68, с. 46]:

- 1) політику облікової ставки, що визначає умови рефінансування комерційних банків;
- 2) політику обов'язкового резервування;
- 3) операції на відкритому ринку.

У регулюванні грошового ринку НБУ використовує кількісний підхід, тому метою і призначенням інструментів грошово-кредитної політики згідно зі ст. 25 Закону «Про НБУ» є регулювання обсягу грошової маси [148]. На відміну від України, у країнах ЄС та багатьох інших країнах із активною процентною політикою застосовується процентний підхід. За такого підходу нормативно визначеною метою та призначенням інструментів монетарної політики в ЄС є управління процентними ставками і ліквідністю на грошовому ринку й інформування про наміри ЄЦБ у сфері грошово-кредитної політики шляхом встановлення ключових процентних ставок [238]. На основі досвіду Чехії, Польщі, Сербії, Туреччини та інших країн НБУ на початку 2016 де-факто перейшов до режиму таргетування інфляції, за якого основним інструментом грошово-кредитної політики є ключова процентна ставка. Схвалення Радою Національного банку Основних засад грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу в грудні 2016 року де-юре закріпило інфляційне таргетування як режим грошово-кредитної політики в Україні.

Тому доцільно здійснити аналіз інструментарію монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України. При проведенні процентної політики НБУ встановлює такі ставки [149]: облікову; за інструментами постійного доступу НБУ (за депозитними сертифікатами овернайт; за кредитами овернайт); за депозитними сертифікатами НБУ (за депозитними сертифікатами терміном до 14 днів, за депозитними сертифікатами терміном понад 14 днів) ; за кредитами рефінансування.

Облікова ставка є орієнтиром щодо вартості залучених та розміщених грошових коштів на відповідний період; рівень та характер змін основної процентної ставки залежить від тенденцій загального економічного розвитку, макроекономічних та бюджетних процесів, стану грошово-кредитного ринку.

Рішення стосовно величини облікової ставки приймається на засіданні з питань монетарної політики на підставі пропозиції Департаменту монетарної політики й економічного аналізу після обговорення на засіданні Комітету з монетарної політики та затверджується Правлінням НБУ.

Також НБУ під час визначення облікової ставки бере до уваги й інші чинники: інфляційні або девальваційні очікування, процентні ставки рефінансування, ЦБ країн, що мають тісні торговельно-економічні зв'язки з Україною та ін.

Уперше, як інструмент процентної політики в Україні облікова ставка почала використовуватися у 1992 році, а її значення становило 30%, проте, зважаючи на економічну ситуацію, до кінця року її рівень підвищився до 80%, а індекс інфляції становив у грудні 2 100% (табл. Ж. 1, додаток Ж).

У період із 1992 по 1996 роки облікова ставка реально не впливала на регулювання грошового ринку, хоча НБУ в 1993 р. було оголошено курс на її підвищення та виведення на позитивний щодо інфляції рівень. Така ситуація склалася у результаті експансіоністської політики НБУ, що призвела до гіперінфляції, фінансування дефіциту бюджету НБУ, проведення селективної політики щодо кредитної підтримки підприємств окремих галузей. З 1996 р. до 2003 р. спостерігаємо поступове зниження облікової ставки зі 40 % до 7%. У цей період відбулося різке зростання облікової ставки (у 1998 р. із 35 % до 60 %), що було пов'язано зі світовою фінансовою кризою 1998 р.

З 1997 р. рівень облікової ставки встановлено на позитивному щодо інфляції рівні. Проте це явище в економіці України має нестабільний характер. Уже з 2003 р. до 2010 р., а також із 2014 р. річний індекс інфляції знову перевищував облікову ставку (див. рис. 1.11).

Можемо стверджувати, що порушується принцип встановлення процентної ставки на рівні, який дозволить їй бути реальною відносно інфляції (правило Тейлора).

Розглянемо детальніше динаміку змін облікової ставки за період із 2004 р. по 2016 р. (табл. Ж.2, додаток Ж, рис. 2.1).

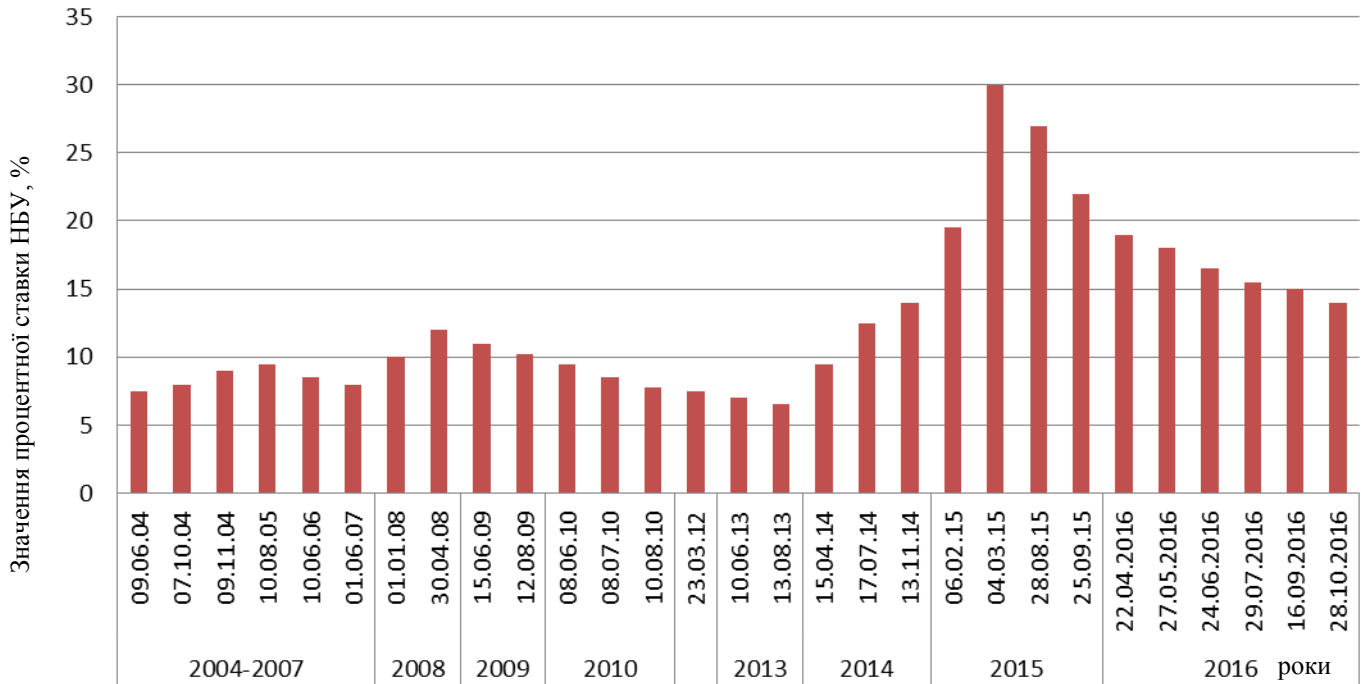


Рис. 2.1. Динаміка зміни облікової ставки НБУ в 2004-2016 рр.

Джерело: розроблено автором за табл. Ж.2, додаток Ж.

Зміна величини облікової ставки у цей період здійснювалася відповідно до макроекономічного середовища та тенденцій розвитку економіки України. Впродовж 2004-2005 рр. процентна політика НБУ спрямовувалася на стабілізацію грошово-кредитного ринку, стримування інфляційних процесів за рахунок монетарного чинника. Для цього з метою залучення банками коштів населення облікова ставка поступово зростала (з 09.06.04 з 7 до 7,5%; з 07.10.04 до 8,0 %; з 09.11.04 та з 10.08.05 до 9,0 % та 9,5% (відповідно)). У 2006 р. в Україні спостерігалася політична стабілізація, яка позитивно вплинула на макроекономічні показники, тому НБУ з метою сприяння ефективному спрямуванню банківських ресурсів для кредитування реального сектора економіки двічі знижує облікову ставку: в 2006 р. до 8,5 % та у 2007 р до 8 %.

У 2008 р., зважаючи на ситуацію на світових фінансових ринках та з метою стримування інфляції й унеможливлення поглиблення дисбалансу у структурі активно-пасивних операцій банків, сприяння поверненню коштів в банківську систему, НБУ підвищує облікову ставку з 8 % до 10 %, а згодом до 12 %.

У період зі середини 2009 р. (з 16.06.2009 р.) до першого кварталу 2014 р. НБУ проводив процентну політику, яка, з одного боку, повинна була сприяти стану в реальному секторі економіки, а з іншого, – урівноважувати цінову стабільність та девальваційний тиск. За цей період облікова ставка НБУ поступово знижувалася (8 разів) і досягла рівня 6,5 % з 13.08.13 р. Подібне значення облікової ставки є позитивним як для банків, так і для юридичних та фізичних осіб, адже сприяє залученню коштів до реального сектора економіки.

Отже, в аналізованому періоді (2004-2014 рр.) НБУ регулював зміну величини облікової ставки, керуючись принципом коригування з «незначним кроком».

Кардинально ситуація змінилася у 2014 р. З 15.04.2014 р. облікова ставка зросла до 9,5 %. Як зазначають Л. В. Сердюк та А. А. Логвінова, «це пов'язано з економічним становищем країни. Тобто з прискоренням інфляційних процесів, проявом кризових явищ та необхідністю мобілізувати більшу кількість грошових ресурсів у центральному банку» [174]. Подальше погіршення економічної ситуації призвело до підвищення облікової ставки з 14 % до 19,5 % (з 06.02.15 р.), а згодом і до 30 % (з 04.03.15 р.). Це є свідченням того, що процентна політика НБУ з 2014 р. спрямовувалася на підвищення внутрішньої вартості гривні й сприяння зменшенню девальваційного та інфляційного тиску.

Проте зниження інфляційних і девальваційних очікувань, стабілізація валютного ринку і, як наслідок, формування стійкого тренду на сповільнення інфляції (у липні – серпні зафіксована дефляція) забезпечили підґрунтя для пом'якшення грошово-кредитної політики та поступового відходу від політики «дорогих грошей». Із 28 серпня 2015 р. облікову ставку знижено з 30 % до 27 %, а вже за місяць (із 25 вересня) до 22 %, у 2016 році НБУ знижував облікову ставку ще кілька разів і на кінець 3 кварталу 2016 р. вона становила 15 %. Зниження облікової ставки в умовах економічної стабілізації є позитивним аспектом, адже сприяє зниженню рівня процентних ставок

грошового ринку і, як наслідок, сприяє залученню дешевших ресурсів у реальний сектор економіки.

Аналізуючи причини зміни значення облікової ставки за останні 12 років, можна стверджувати, що її динаміка в Україні пов'язана з покращенням чи погіршенням ситуації в економіці, а не навпаки – зі ситуативним регулюванням, як це відбувається в економічно розвинених країнах.

Зміна величини облікової ставки впливає на динаміку процентних ставок комерційних банків (рис. 2.2).

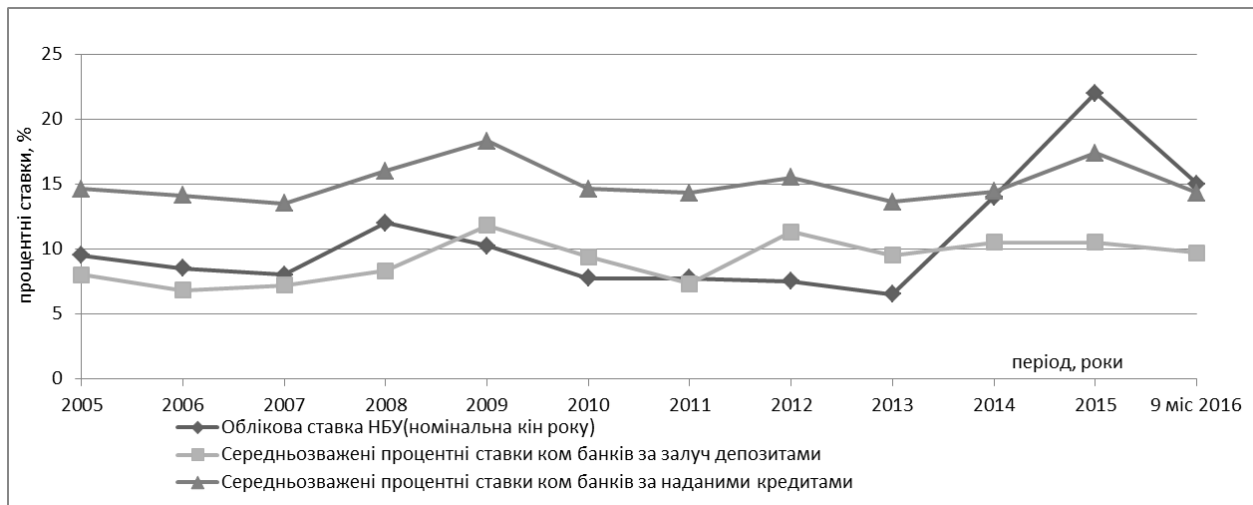


Рис. 2.2. Динаміка зміни облікової ставки НБУ та середньозважених процентних ставок комерційних банків за залученими кредитами та наданими депозитами у 2005-2016 рр.

Джерело: побудовано автором за табл. Ж.3, додаток Ж.

Динаміка зміни як кредитної, так і депозитної ставки комерційних банків залежить від мінливості величини облікової ставки (рис. 2.2), що підтверджує її визначення як ставки орієнтира вартості залучених та розміщених грошових коштів. Між згаданими процентними ставками спостерігаємо пряму залежність. Міцний зв'язок простежується між обліковою та кредитною ставками (див. рис. 2.2), адже зміна величини кредитної ставки повторює тенденції зміни облікової (за винятком 2008-2009 рр. та 2014 р., у період фінансово-економічної кризи).

Проведемо оцінювання впливу облікової ставки на основні макроекономічні та монетарні показники, а саме: ВВП, процентні ставки комерційних банків за наданими кредитами та залученими депозитами, індекс

споживчих цін (інфляція) та капітальні інвестиції. Дослідження здійсимо за 17 років, починаючи з 1999 по 2015 включно, за статистичними показниками на кінець року (табл. Ж.3, додаток Ж). Для виявлення та моделювання залежності основних монетарних та макроекономічних показників від облікової ставки проведемо кореляційно-регресійний аналіз. Для цього скористаємося програмою Microsoft Excel, що містить надбудову «Аналіз даних», а саме: інструментами аналізу «Кореляція» та «Регресія».

У табл. 2.2 наведені значення парних коефіцієнтів кореляції для основних монетарних та макроекономічних показників, що є елементами кореляційної матриці.

Таблиця 2.2

Матриця парних коефіцієнтів кореляції для основних монетарних та макроекономічних показників економіки України за 1999 – 2015 рр.

Показники	ВВП	Облікова ставка	Депозитна ставка	Кредитна ставка	Процентна ставка	Індекс споживчих цін	Інвестиції
1	2	3	4	5	6	7	8
ВВП	1,000						
Облікова ставка	-0,211	1,000					
Депозитна ставка	-0,055	0,810	1,000				
Кредитна ставка	-0,525	0,898	0,774	1,000			
Процентна ставка (зважена за всіма інструментами)	-0,261	0,970	0,770	0,890	1,000		
Індекс споживчих цін	0,274	0,550	0,213	0,211	0,569	1,000	
Інвестиції	0,922	-0,363	-0,187	-0,631	-0,420	0,112	1,000

Джерело: побудовано автором за табл. Ж.3, додаток Ж.

За значеннями парних коефіцієнтів кореляції можемо зробити такі висновки:

- між значеннями ВВП та більшістю інших показників (крім значень індексу споживчих цін та капітальні інвестиції) спостерігається обернена залежність, тобто зі зростанням ВВП ці показники спадають (облікова, депозитна, кредитна та процентна ставки);
- між капітальними інвестиціями спостерігаються взаємозв'язки: міцний прямий із ВВП; обернений і помірний із кредитною ставкою, слабкий із усіма рештою показників;

- облікова, кредитна, депозитна та процентна ставки перебувають між собою у тісному прямому взаємозв'язку.

Аналітичну інтерпретацію регресійних моделей, які описують залежність основних монетарних та макроекономічних показників від облікової ставки за 1999-2015 рр., демонструємо у табл. 2.3. Адекватність кожної моделі оцінено за значенням коефіцієнта детермінації R^2 та за критерієм Фішера, тобто за значенням F- статистики та рівня значимості p . Аналітичний вигляд кожної регресійної моделі можна уніфікувати, позначивши через x незалежну змінну – облікову ставку, а через y – залежну: ВВП, процентну, депозитну, кредитну ставки, а також індекс споживчих цін та капітальні інвестиції.

Таблиця 2.3

Результати регресійного аналізу залежності основних монетарних та макроекономічних показників від облікової ставки НБУ

№ пор	Вид моделі	Коефіцієнт детермінації та критерій Фішера: F-статистика і рівень значимості p
1	2	3
1	ВВП $y = 966,5743 - 12,312x$	$R^2 = 0,045; F = 0,702;$ $p = 0,41516$
2	Депозитна ставка $y = 6,198 + 0,266x$	$R^2 = 0,657; F = 28,681;$ $p = 0,00008$
3	Кредитна ставка $y = 7,454 + 0,974x$	$R^2 = 0,806; F = 62,266;$ $p = 0,000001$
4	Індекс споживчих цін $y = 105,072 + 0,627x$	$R^2 = 0,303; F = 6,509;$ $p = 0,02214$
5	Капітальні інвестиції $y = 184,385 - 3,295x$	$R^2 = 0,132; F = 2,282;$ $p = 0,15164$

Джерело: розраховано автором за даними табл. Ж. 3, додаток Ж.

Залежність депозитної ставки від величини облікової ставки описано рівнянням регресії $y = 6,198 + 0,266x$. Коефіцієнт регресії $\beta_1 = 0,266$ показує, що збільшення облікової ставки на 1 % спричинить зростання депозитної ставки в середньому на 0,266 %. Ця лінійна регресійна модель є адекватною до вихідних даних із ймовірністю $p = 0,00008$. Значення парного коефіцієнта кореляції $R^2 = 0,657$ показує, що 65,7 % варіації (зміни або коливання) значення

депозитної ставки пояснюється зміною облікової ставки і 34,3 % залежить від зміни чи коливань інших факторів.

Нами показано, що у залежності кредитної ставки від облікової, яку описано рівнянням регресії $y = 7,454 + 0,974x$, коефіцієнт регресії $\beta_1 = 0,974$ демонструє, що при збільшенні облікової ставки на 1 %, кредитна зросте в середньому на 0,974 %. Ця лінійна регресійна модель є адекватною до вихідних даних із ймовірністю $p = 0,000001$. Значення парного коефіцієнта кореляції $R^2 = 0,806$ відображає, що зміна або коливання значення кредитної ставки на 80,6% залежить від зміни чи коливань облікової ставки і на 19,4% залежить від зміни чи коливань інших факторів.

Підсумовуючи результати аналізу рівнянь регресійних моделей, які описують залежність процентних (кредитної та депозитної) ставок від облікової ставки, можна зробити висновок, що найбільший вплив на значення кредитної ставки має облікова. Це доцільно врахувати під час проведення сучасної процентної політики і забезпечення контролю НБУ над процесом формування пропозиції грошей у економіці України.

Рівняння регресії $y = 105,072 + 0,627x$ описує вплив облікової ставки на величину індексу споживчих цін. Обчислений коефіцієнт регресії $\beta_1 = 0,627$ показує, що при збільшенні облікової ставки на 1 % індекс споживчих цін зросте в середньому на 0,627 %. Ця лінійна регресійна модель є достатньо адекватною до вихідних даних із ймовірністю $p = 0,15164$. Значення парного коефіцієнта кореляції $R^2 = 0,303$ показує, що 30,3 % варіації (зміни або коливання) значення індексу споживчих цін пояснюється зміною облікової ставки і 69,7 % залежить від зміни чи коливань інших факторів.

Щодо впливу облікової ставки на ВВП та капітальні інвестиції, то спостерігаємо обернену залежність, а також дуже слабкий зв'язок між ними. Так, зміна ВВП та інвестицій лише на 4,5 % та 13,2 % залежить від зміни облікової ставки (відповідно).

Отже, зважаючи на результати розрахунків, є підстави стверджувати, що, регулюючи тільки величину облікової ставки, НБУ не може одночасно забезпечувати цінову, фінансову та макроекономічну стабільність.

Недоліком у політиці монетарного регулювання облікової ставки за аналізований період є те, що за нею не проводились операції НБУ. Тобто порушується роль облікової ставки як головного індикатора монетарної політики держави. Натомість у світовій практиці за базовою ставкою проводиться значний обсяг операцій з регулювання ліквідності (див. пункт 1.3).

З набуттям чинності «Положення про основи процентної політики» роль облікової ставки як орієнтира вартості залучених та розміщених грошових коштів для банків та інших суб'єктів грошово-кредитного ринку виявиться ключовою, адже на її рівні буде встановлено облікову ставку за операціями, які в умовах профіциту ліквідності у банківській системі мають найбільший вплив на стан грошово-кредитного ринку [148].

Розглянемо детальніше інші процентні ставки, що встановлюються НБУ.

Відповідно до чинного законодавства динаміка облікової ставки визначає динаміку інших процентних ставок для різних інструментів процентної політики. Для цих інструментів є окрема методика визначення величини вартості кредитних та депозитних ресурсів НБУ [148].

Так, НБУ для управління короткостроковими процентними ставками на міжбанківському ринку шляхом обмеження їх коливань навколо облікової ставки встановлює «коридор» процентних ставок за інструментами постійного доступу з надання та вилучення ліквідності на термін овернайт. Межі такого «коридору» симетричні стосовно облікової ставки і формуються ставкою за депозитними сертифікатами овернайт (нижня межа) і ставкою за кредитами овернайт (верхня межа). Величини процентних ставок за депозитними сертифікатами овернайт та за кредитами овернайт установлюються НБУ на рівні облікової ставки мінус та плюс два процентних пункти (відповідно).

На рівні облікової ставки встановлюється процентна ставка за операціями з розміщення депозитних сертифікатів строком до 14 днів (крім овернайт).

Ставка за депозитними сертифікатами понад 14 днів установлюється НБУ під час проведення процентного тендера з розміщення таких сертифікатів залежно від пропозицій, що надходять від банків, рішення стосовно граничної процентної ставки приймається заступником Голови НБУ та її рівень не може перевищувати ставки за кредитами овернайт.

Установлення процентної ставки за кредитами рефінансування, наданими шляхом проведення кількісного тендера з підтримання ліквідності банків, та граничної процентної ставки за кредитами рефінансування, наданими шляхом проведення процентного тендера з підтримання ліквідності банків, визначає НБУ на рівні ставки за кредитами овернайт.

Варто зауважити, що перелічені ставки введено в дію з 22.04.2016 року [148], тому для достовірного оцінювання стану функціонування інструментів монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України проаналізуємо інструменти регулювання, що використовувалися НБУ до цього часу. НБУ для ефективного управління грошово-кредитним ринком, обсягами грошової маси в обігу встановлював за своїми операціями такі процентні ставки [126]: за кредитами овернайт; рефінансування; за стабілізаційними кредитами; за депозитами; залучення тимчасово вільних коштів.

Так, процентна ставка за кредитом овернайт без забезпечення (бланковим) встановлювалася на рівні, не нижчому, ніж облікова ставка НБУ, плюс три процентних пункти і є найвищою процентною ставкою НБУ. Процентна ставка за кредитами овернайт під забезпечення встановлювалася у розмірі, не нижчому від облікової ставки НБУ, плюс один процентний пункт. Процентні ставки за кредитом овернайт використовувалися для підтримання миттєвої ліквідності комерційних банків.

Установлення процентної ставки за кредитами рефінансування під час проведення з банками кількісного тендера визначалося НБУ на основі облікової ставки та залежало від строку та виду рефінансування. Така ставка не могла бути меншою від облікової.

НБУ процентну ставку рефінансування за результатами проведення процентних тендерів установлював залежно від пропозицій вартості на свої кошти, які надходили від банків. НБУ задовольняв заявки банків у порядку зниження запропонованої в них процентної ставки, починаючи з найвищої й до закінчення запропонованих ним обсягів, кредитних ресурсів або задоволення всіх заявок банків. Процентна ставка рефінансування (ціна відсіку), запропонована банками на тендері, не могла бути нижчою, ніж облікова ставка.

У випадку загрози стабільній роботі комерційного банку, НБУ надавав стабілізаційні кредити, умови та процентні ставки за якими визначалися відповідно до нормативно-правового акта НБУ [126].

При проведенні операцій РЕПО, що здійснювалися шляхом безпосередньої домовленості з банком про купівлю/продаж державних облігацій України та проведення тендера заявок банків, НБУ вибирав тих учасників, які пропонували найвищий процентний дохід.

Процентний дохід за операціями прямого РЕПО з державними облігаціями України визначався на основі облікової ставки, а також орієнтуючись на процентну ставку на міжбанківському кредитному ринку, середньозважену процентну ставку за кредитами рефінансування під забезпечення державними облігаціями України та дохідність за державними облігаціями України.

Регулюючи обсяг грошової маси в обігу, НБУ вилучав тимчасово вільні кошти банків, розміщуючи депозитні сертифікати. Визначення процентної ставки за такими операціями залежало від стану та прогнозного обсягу загальної ліквідності банків, кон'юнктурних очікувань ринку та терміну вилучення коштів із обігу.

Величина процентної ставки за розміщеними депозитними сертифікатами встановлювалася диференційовано, відповідно до строків залучення коштів.

За умови проведення тендера з оголошенням загального обсягу коштів, що залучалися НБУ без визначення ціни залучення, банки самостійно

пропонували процентну ставку, за якою вони погоджувалися вкладати кошти в депозитний сертифікат.

В такому випадку НБУ розміщував депозитні сертифікати у межах оголошеного обсягу коштів і самостійно визначав прийнятну для залучення коштів процентну ставку, починаючи з найменшої запропонованої, та орієнтувався на тенденції й динаміку процентних ставок на міжбанківському ринку.

Рішення про встановлення процентних ставок за операціями НБУ, що пов'язані з регулюванням грошово-кредитного ринку, оголошувалися щоденно НБУ.

Динаміка процентних ставок за операціями НБУ у 2005-2016 рр. (рис. 2.3) показує: облікова ставка є найнижчою серед усіх ставок рефінансування НБУ, що відповідає принципам встановлення процентних ставок.

До 2013 р. офіційний «коридор» процентних ставок формувався між ставками за кредитами овернайт (верхня межа «коридору») та ставками за кількісним тендером розміщення депозитних сертифікатів зі строковістю від 1 до 10 днів (нижня межа «коридору»). З 2013 року НБУ залучає депозити овернайт, ставки за якими формують нижню межу «коридору» процентних ставок і до сьогодні. Такі зміни відповідають засадам реалізації процентної політики в економічно розвинених країнах світу, проте все ще не підпорядковуються правилу «вузького процентного коридору» $\pm 1,5\%$ від базової ставки. В Україні у різні роки величина такого «коридору» коливається у межах $10\% \pm 5\%$ від облікової ставки. Значні коливання спостерігаються у період фінансово-економічних криз. Максимальне значення межі «коридору» (від $18,1\%$ до $2,79\%$) фіксуємо у 2009 р., тобто різниця складає понад 15,3 процентних пункти, мінімальне значення спостерігалось у 2013 році, різниця між максимальною та мінімальною межею склала 6 процентних пунктів (верхня межа – $7,63\%$, нижня – $1,63\%$), проте вже у 2014 році межі «коридору» знову розширюються (з $5,01\%$ до $15,47\%$), у 2015 році спостерігаємо звуження меж «коридору» процентних ставок (із $18,00\%$ до $25,20\%$).

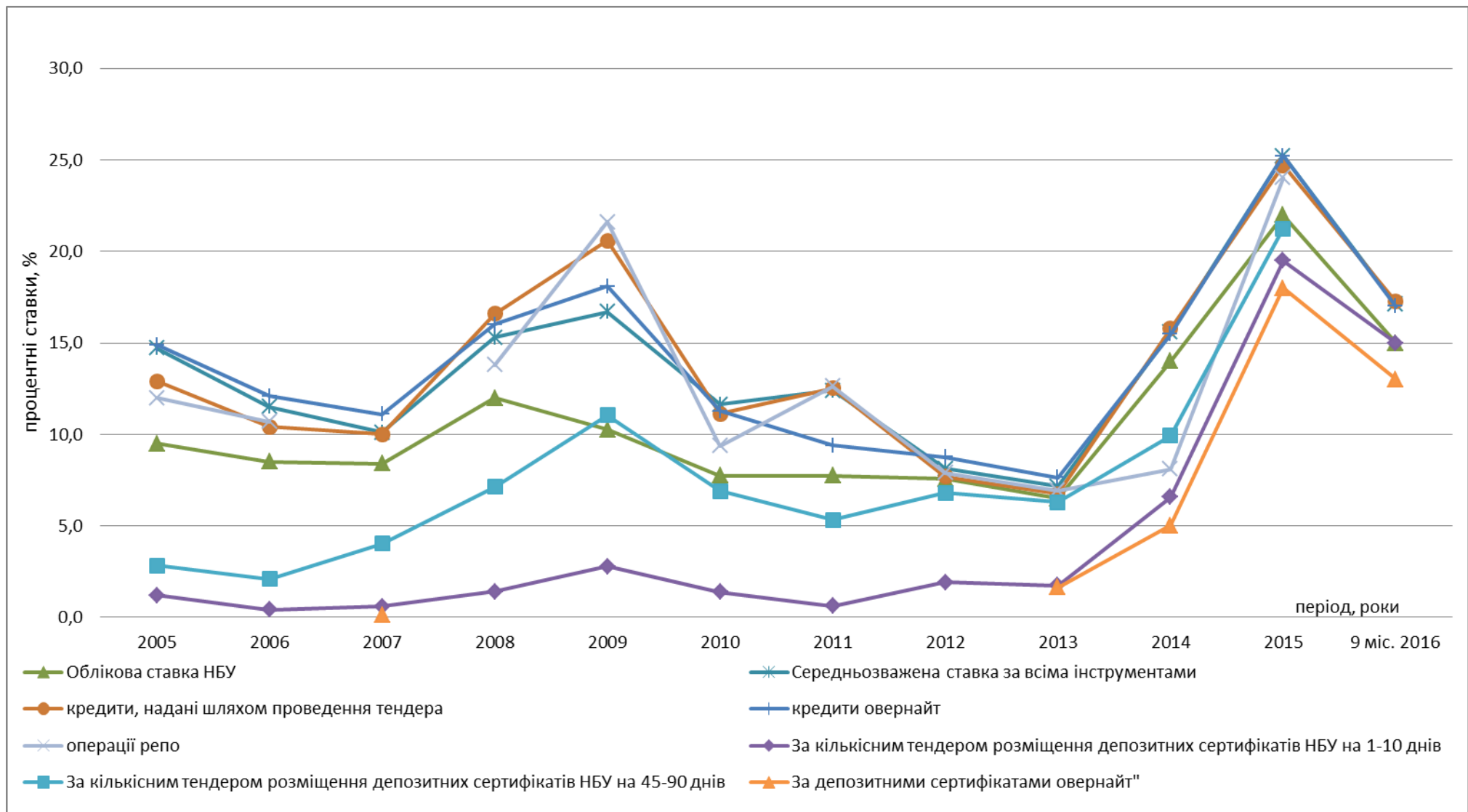


Рис. 2.3. Відображення процентних ставок за операціями НБУ у 2005-2016 рр.

Джерело: розроблено автором за табл. Ж.4, додаток Ж.

Процентний «коридор» в Україні є надто широкий та спричиняє значну волатильність процентних ставок (рис 2.3), і, як наслідок, політика ЦБ може бути недостатньо прозорою та передбачуваною. Також, спираючись на іноземний досвід, С. Лобозинська зауважує, що «негативний вплив на динаміку волатильності вартості ресурсів на грошовому ринку мають численні та нестандартизовані процентні ставки ЦБ» [86, с. 269].

Розглянемо обсяги та структуру кредитів рефінансування за період 2005-2015 рр. (табл. 2.4, рис. 2.4). Основне призначення механізму рефінансування НБУ полягає у підтриманні або оперативному відновленні ліквідності банківської системи. В 2005 та 2007 рр., у період економічного зростання (зокрема, і у банківській сфері), обсяги рефінансування були незначними – 12 млрд. грн. та 2,5 млрд. грн. (відповідно). Значне зростання обсягів рефінансування для підтримки ліквідності комерційних банків Національним банком України спостерігаємо у роки світової фінансово-економічної кризи 2008-2009 рр. (169,5 млрд. грн. та 64,4 млрд. грн.) та економічної кризи в Україні у 2014 р. (222,3 млрд. грн). Суттєві обсяги рефінансування у 2012 році (97,6 млрд. грн.) були спричинені дефляцією і оскільки основна функція НБУ – підтримка цінової стабільності, то банк змушений збільшувати обсяг операцій рефінансування, зокрема через операції РЕПО (див. табл. 2.4).

Кредити овернайт займають чільне місце у структурі інструментів рефінансування за аналізований період (див. табл. 2.4). Вони є незамінним інструментом для підтримання миттєвої ліквідності банків, проте під час економічної кризи 2008-2009 рр. і особливо у 2014-2015 рр. кредити овернайт спричинили зростання спекулятивного попиту на іноземну валюту. Це, на нашу думку, зумовлено відсутністю чітко налагодженого механізму рефінансування овернайт, а також неналежним контролем за використанням отриманих коштів за даними операціями з боку НБУ.

У посткризовий період спостерігається зростання частки стабілізаційних кредитів (див. табл. 2.4).

Таблиця 2.4

Обсяг та структура кредитів рефінансування банків України НБУ в 2005-2015 рр.

Інструменти рефінансування банків НБУ	2005 р.		2006 р.		2007 р.		2008 р.		2009 р.		2010 р.		2011 р.		2012 р.		2013 р.		2014 р.		2015 р.	
	Обсяг, млрд. грн	%	Обсяг, млрд. грн	%	Обсяг, млрд. грн	%	Обсяг, млрд. грн	%	Обсяг, млрд. грн	%	Обсяг, млрд. грн	%	Обсяг, млрд. грн	%	Обсяг, млрд. грн	%	Обсяг, млрд. грн	%	Обсяг, млрд. грн	%	Обсяг, млрд. грн	%
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
Усього, рефінансування банків, у т.ч.	12	100	83	100	2,5	100	169,5	100	64,4	100	5,2	100	28,9	100	97,6	100	71,5	100	222,3	100	75,4	100
Кредити овернайт, надані через постійно діючу лінію рефінансування	11,2	93	55,5	66,9	0,4	16	91,8	54,3	12,7	19,7	0,2	3,9	2,1	7,3	28,7	29,3	19,8	27,7	95,2	42,8	48,07	63,75
Кредити, надані шляхом проведення тендера	0,2	1,9	10	12,1	2	80	15,2	9,1	1,2	1,9	0,5	9,6	3,2	11,1	11,7	12,3	13,8	19,3	55,4	24,9	18,7	24,8
Через операції прямого РЕПО	0,6	5,1	13,5	16,3	-	-	23,1	13,6	0,5	0,8	0,1	1,9	23,6	81,6	56,7	58	36	50,3	20,4	9,2	0,9	1,19
Довгострокові кредити	-	-	-	-	-	-	-	-	1,7	2,6	1	19,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Стабілізаційні кредити	0,02	0,02	-	-	-	-	36,8	21,7	46,9	72,8	3,4	65,4	-	-	0,5	0,4	2	2,7	-	-	7,73	10,25
Через операції СВОП	-	-	3,7	4,5	-	-	2,6	1,3	1,4	2,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Кредити рефінансування під заставу майнових прав	-	-	0,2	0,2	0,1	4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Інші короткострокові кредити	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	23,1	10,4	-	-
Інші кредити під програми фінансового оздоровлення	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	28,2	12,7	-	-

Джерело: розроблено автором за [2; 18; 154]

За результатами дослідження процентної політики НБУ та її інструментів виокремлено етапи становлення та розвитку процентної політики в Україні; визначено недоліки регулювання процентної ставки в Україні: під час встановлення процентних ставок порушується правило Тейлора; «процентний коридор» в Україні є надто широкий та спричиняє значну волатильність процентних ставок, і, як наслідок, політика НБУ є недостатньо прозорою та передбачуваною; зміна облікової ставки в Україні відбувається у зв'язку з покращенням чи погіршенням ситуації в економіці, а не навпаки для боротьби зі «ситуацією», як це відбувається в економічно розвинених країнах; облікова ставка в Україні має лише декларативний характер, тобто порушується роль облікової ставки як головного орієнтира монетарної політики держави. Доведено, що, регулюючи лише величину облікової ставки, НБУ не в змозі одночасно забезпечити цінову, фінансову та макроекономічну стабільність.

Тому важливе значення має дослідження факторів, які впливають на зміну процентних ставок на грошовому ринку України (облікової ставки НБУ). Вважаємо за доцільне здійснити аналіз взаємозв'язку зміни рівня облікової ставки НБУ та показників, що характеризують стан грошового ринку України (динаміка середньої ставки за кредитами, темпи інфляції, динаміка офіційного курсу гривні), а також приросту номінального та скоригованого на інфляцію ВВП як показника, що визначає характер взаємовпливу грошово-кредитної політики та економічного зростання.

2.2. Факторний аналіз зміни процентних ставок на грошовому ринку України

Результати проведених емпіричних досліджень процентної політики НБУ, а також інструментарію НБУ для досягнення цілей монетарного регулювання вказують на ретроспективний характер грошово-кредитної політики НБУ: ставка рефінансування виявляє статистично значиму реакцію на інфляцію і розрив обсягів виробництва в минулих періодах. Зокрема, НБУ

практикує підвищення облікової ставки в поточному періоді у відповідь на посилення інфляції в попередньому періоді, що свідчить про ретроспективну грошово-кредитну політику. При цьому процентні ставки, що встановлюються, недостатньо враховують прогнози зміни в темпах інфляції або обсягах ВВП.

Так, у п. 2.1 роботи, за результатами регресійного аналізу залежності основних монетарних та макроекономічних показників від облікової ставки НБУ, визначено, що зміна або коливання значення індексу споживчих цін на 30,3 % залежить від зміни чи коливань облікової ставки і на 69,7 % залежить від зміни чи коливань інших факторів. Щодо впливу облікової ставки на ВВП та капітальні інвестиції, то спостерігаємо обернену залежність, а також слабкий зв'язок між ними. Зміна ВВП та інвестицій лише на 4,5 % та 13,2 % залежить від зміни облікової ставки (відповідно).

Таким чином, механізм монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку найсуттєвіше впливає на зміну цін, і це доводить доцільність впровадження ІТ, зважаючи на високий вплив інших чинників (69,7%), який складно враховувати та аналізувати. Натомість вплив на абсолютну більшість таких чинників не входить до функцій НБУ. Вплив на інфляцію інших чинників можна визначити як суттєвий вплив нестабільного зовнішнього середовища, який складно врахувати в повному обсязі, але варто зважати на його наявність і враховувати під час формування політики та інструментарію регулювання процентної ставки.

Окрім чинників, пов'язаних із підтримкою ліквідності банківського сектора, що визначаються ефективністю дій регулятора в задоволенні попиту банків на ліквідність, істотний вплив на формування процентних ставок на грошовому ринку здійснюють чинники, пов'язані з функціонуванням цього ринку (темпи інфляції, динаміка курсу гривні, ставки на зовнішніх ринках тощо). Вивчення вказаних чинників є умовою формування уявлень про майбутню динаміку процентних ставок на грошовому ринку. Це визначає потребу формування процентної політики як найбільш правильного та найкращого способу забезпечення досягнення цілей грошово-кредитної

політики НБУ за сучасних умов, у контексті загальнооекономічної політики уряду, макроекономічних та глобальних ринкових тенденцій.

У цьому підпункті проведемо факторний аналіз зміни процентних ставок на грошовому ринку, що передбачає поділ процесу зміни процентних ставок на більш прості елементи. Зокрема, дослідимо фактори, які впливають на зміну процентних ставок на грошовому ринку України (облікової ставки НБУ); проведемо аналіз взаємозв'язку зміни рівня облікової ставки НБУ та показників, що характеризують стан грошового ринку України (динаміка середньої ставки за кредитами, темпи інфляції, динаміка офіційного курсу гривні), а також приросту номінального та скоригованого на інфляцію ВВП як показника, що визначає характер взаємовпливу грошово-кредитної політики та економічного зростання.

Аналіз взаємозалежностей здійснювався з використанням програмного пакета MS Excel (побудова точкової діаграми з формуванням лінії тренда), з моделюванням взаємозалежностей, на основі вибору конкретних видів функцій, які на точковій діаграмі забезпечуватимуть найбільшу з усіх функцій достовірність апроксимації (показник R^2), тобто найбільш близько відображатимуть закономірності у взаємозалежностях між результативним та факторним показниками. У процесі аналізу визначено напрям взаємозалежностей між показниками та їх щільність відповідно до двох варіантів:

– облікова ставка виступає як факторний показник (X), який впливає на результативний показник (Y – один із визначених вище показників), таким чином встановлюється, в якому напрямі та чи сильно впливає зміна облікової ставки на аналізований показник;

– облікова ставка виступає як результативний показник (Y), на який впливає факторний показник (X – один із визначених вище показників), таким чином встановлюється, в якому напрямі та чи сильно впливає зміна аналізованих факторів на зміну облікової ставки НБУ.

Проведений аналіз дозволяє зробити висновок стосовно впливу певних факторів на процес зміни процентних ставок та зміни цих ставок на інші

макроекономічні параметри. Одержані висновки надалі (у наступному підпункті) є аналітичною базою для з'ясування впливу активізації процентного каналу монетарного трансмісійного механізму на стабілізацію вітчизняного грошового ринку, що допомагає встановити значимість явища зміни процентних ставок для грошового ринку, його відповідність певним нормам, очікуванням, моделям, зразкам.

Аналіз впливу зміни рівня облікової ставки НБУ у 1999-2015 рр. на інші макроекономічні показники, зокрема рівень середньої ставки за кредитами в означеному періоді (рис. 2.4), дозволив визначити досить високий рівень достовірності апроксимації при застосуванні для моделювання поліноміальної функції, яку обрано на основі того, що рівень R^2 для даної функції – найвищий для даного поля розподілу аналізованих значень. Отже, зростання облікової ставки НБУ призводить до зростання середньої ставки за кредитами, залежність між показниками доволі виражена та математично більш точно відображається в моделі з часовим лагом в один рік (92 %).

Характеризуючи зворотний зв'язок (вплив середньої ставки за кредитами на облікову ставку НБУ з часовим лагом один рік), зауважимо, що побудована поліноміальна модель зі ступенем достовірності 62,15 % демонструє залежність між показниками з доволі високою достовірністю (рис. 2.5).

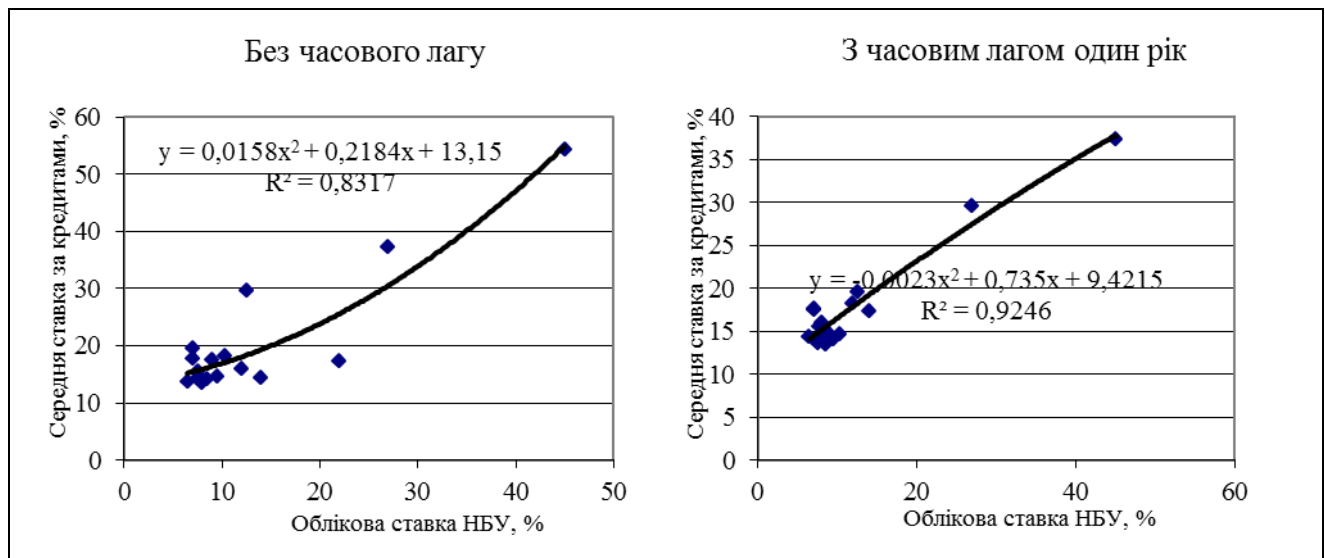


Рис. 2.4. Демонстрація взаємозв'язку облікової ставки НБУ та середньої ставки за кредитами у 1999-2015 рр.

Джерело: розроблено автором за табл. Ж.3, Ж.5, додаток Ж.

Проте спостерігаємо певну нелінійність обраної на основі найбільшого значення R^2 , поліноміальної функції – зростання середньої ставки за кредитами в діапазоні 15-25 % показує зменшення облікової ставки НБУ, яка надалі (після значень ставки за кредитами близько 25 %) показала суттєву динаміку зростання. Отже, спостерігаємо певний часовий лаг у реакції облікової ставки на зміну ставки за кредитами, що варто враховувати при формуванні рішень щодо процентної політики.

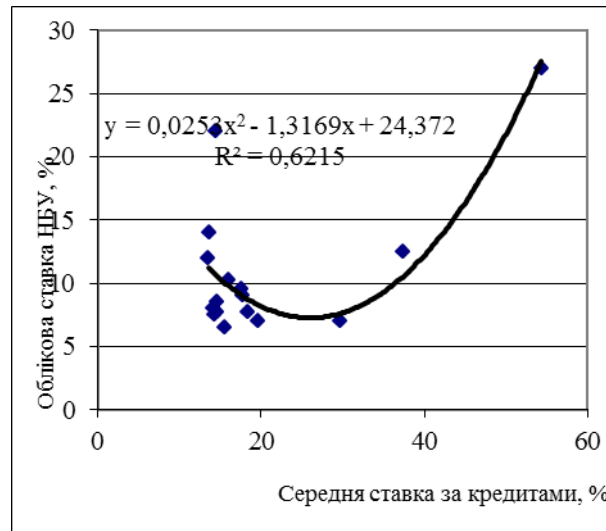


Рис. 2.5. Відображення впливу середньої ставки за кредитами на облікову ставку НБУ з часовим лагом один рік у 1999-2015 рр.

Джерело: розроблено автором за табл. Ж.3, Ж.5, додаток Ж.

На рис. 2.6 показано зв'язок облікової ставки НБУ та темпів інфляції за 1999-2015 рр., що доволі достовірно (на рівні 71,1 %) моделюється поліноміальною функцією $y = -0,0659x^2 + 3,7853x - 18,725$ при представленні даних без часового лагу, та менш достовірно, на рівні 7,11 % (функції обрано з огляду на те, що для поліноміальної функції рівень R^2 для даної функції – найвищий) – із часовим лагом.

Таким чином, на певному рівні значень облікової ставки в Україні (зростання до 30%) спостерігається чітка реакція економіки у вигляді зростання інфляції, натомість подальше зростання облікової ставки призводить до обмеження наявних ресурсів в економіці та дещо стримує інфляційні процеси. Це доводить, що управління процентними ставками є одним із інструментів стримування інфляції. Доцільно враховувати зафіксовані рівні переходу від

реакції стимулювання ринку до обмеження під час формування процентної політики НБУ.

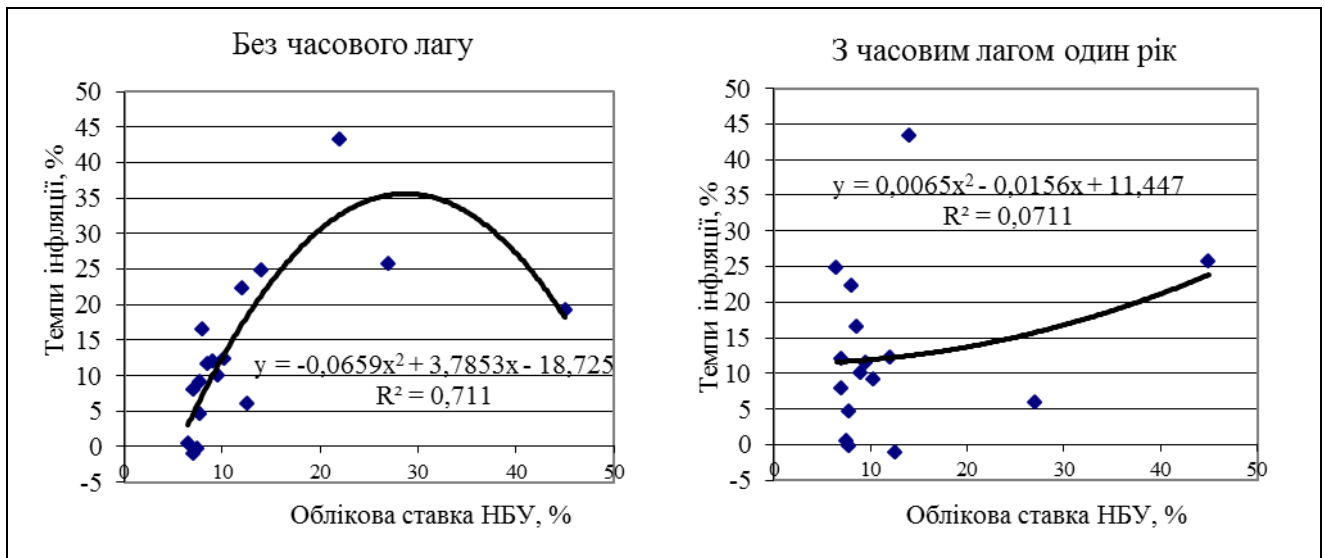


Рис. 2.6. Демонстрація взаємозв'язку облікової ставки НБУ та темпів інфляції у 1999-2015 рр.

Джерело: розроблено автором за табл. Ж.3, Ж.5, додаток Ж.

Через низький рівень достовірності апроксимації функція аналізу показників із часовим лагом на один рік не дає підстав для формулювання обґрунтованих висновків. Водночас вплив темпів інфляції на облікову ставку з річним часовим лагом (рис. 2.7) більш закономірний, ніж зворотний вплив облікової ставки на інфляційні процеси. Отже, моделювання впливу інфляції на рівень облікової ставки матиме більш достовірні результати, ніж моделювання впливу облікової ставки на інфляцію.

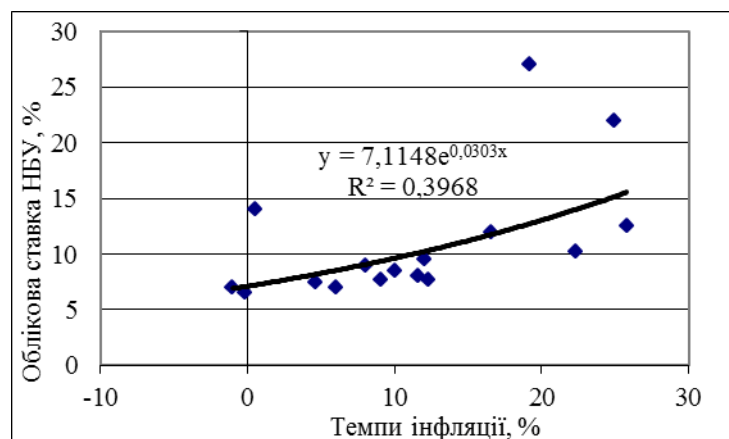


Рис. 2.7. Відображення впливу темпів інфляції на облікову ставку НБУ з часовим лагом один рік у 1999-2015 рр.

Джерело: розроблено автором за табл. Ж.3, Ж.5, додаток Ж.

Вплив зміни облікової ставки НБУ на офіційний курс гривні до дол. США, змодельований через поліноміальну функцію, також не може з високою достовірністю показати закономірності у взаємовпливі показників (рис. 2.8). Найвищий рівень достовірності апроксимації лише 28,72% з-поміж усіх можливих функцій – за поліноміальною функцією.

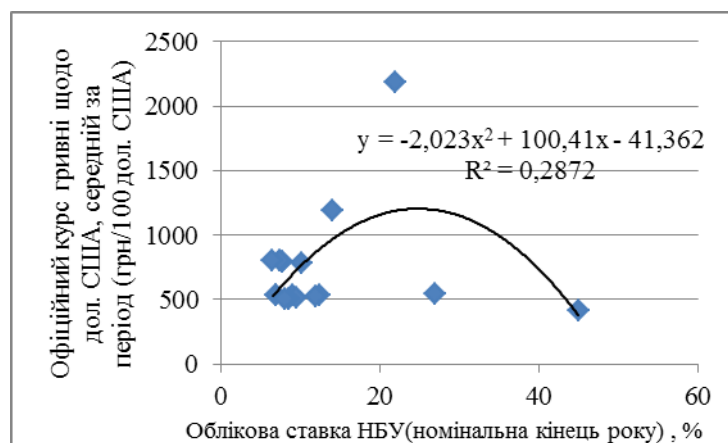


Рис. 2.8. Відображення впливу зміни облікової ставки НБУ на офіційний курс гривні до дол. США у 1999-2015 рр.

Джерело: розроблено автором за табл. Ж.3, Ж.5, додаток Ж.

Аналізуючи зворотний вплив (вплив зміни офіційного курсу гривні до дол. США) на рівень облікової ставки, слід також відзначити невисоку достовірність (20,23%) апроксимації у найбільш близькій для даного масиву значень функції – поліноміальній (рис. 2.9).

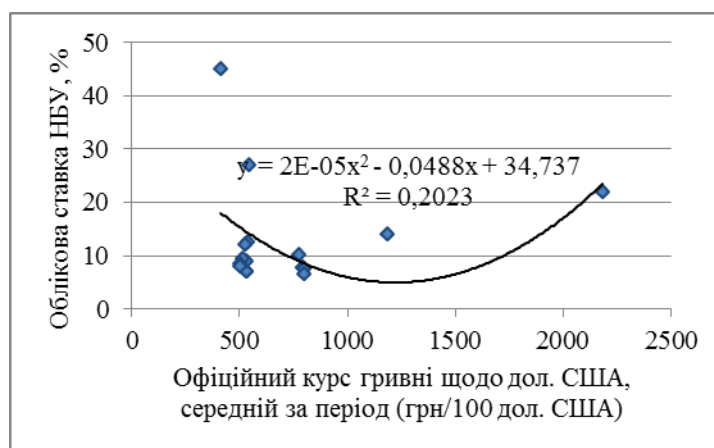


Рис. 2.9. Відображення впливу зміни офіційного курсу гривні до дол. США на облікову ставку НБУ в 1999-2015 рр.

Джерело: розроблено автором за табл. Ж.3, Ж.5, додаток Ж.

Цей рівень достатньо близький до рівня R^2 поліноміальної функції при визначенні зворотної залежності – впливу облікової ставки НБУ на курс гривні

до дол. США. Водночас в Україні через практику примусового стримування курсу гривні по відношенню до іноземних валют, яка була поширена протягом усього періоду існування гривні, особливо в 2008-2013 рр., офіційний курс не відображав у ретроспективі ринкову ситуацію. Отже, порівнюючи вказані результати аналізу з результатами аналізу залежності облікової ставки НБУ та інфляції та виходячи зі взаємовпливу показників інфляції та курсу валют, для нашого дослідження виявлено доцільність орієнтуватися на аналіз та подальше оцінювання взаємовпливу саме показника інфляції на облікову ставку НБУ, з подальшою перевіркою гіпотези «причина-наслідок» для даної пари показників.

Змодельовано зв'язок зміни облікової ставки НБУ та приросту номінального ВВП за 1999-2015 рр. (рис. 2.10), що показав невисокий рівень відповідності реальних даних моделі через невиражену щільність зв'язку та закономірність розподілу даних у кореляційному полі.

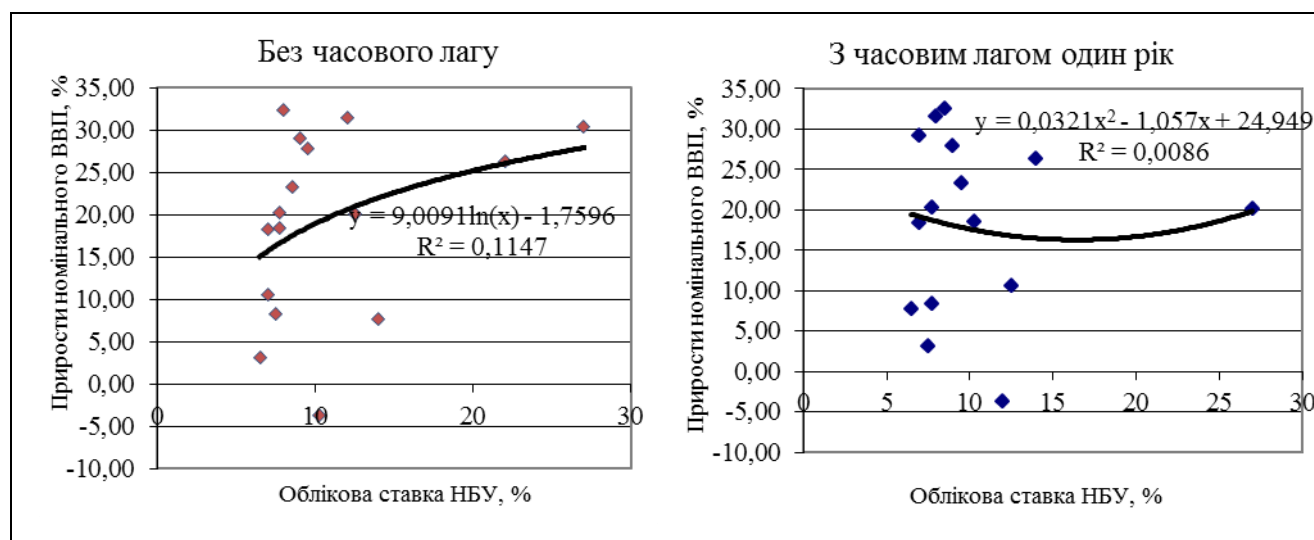


Рис. 2.10. Демонстрація взаємозв'язку облікової ставки НБУ та приросту номінального ВВП у 1999-2015 рр.

Джерело: розроблено автором за табл. Ж.3, Ж.5, додаток Ж.

Невисоке значення показника достовірності апроксимації (максимальне з можливих функцій) показало також моделювання зв'язку зміни облікової ставки НБУ та приросту номінального ВВП за 1999-2015 рр., скоригованого на інфляцію (рис. 2.11).

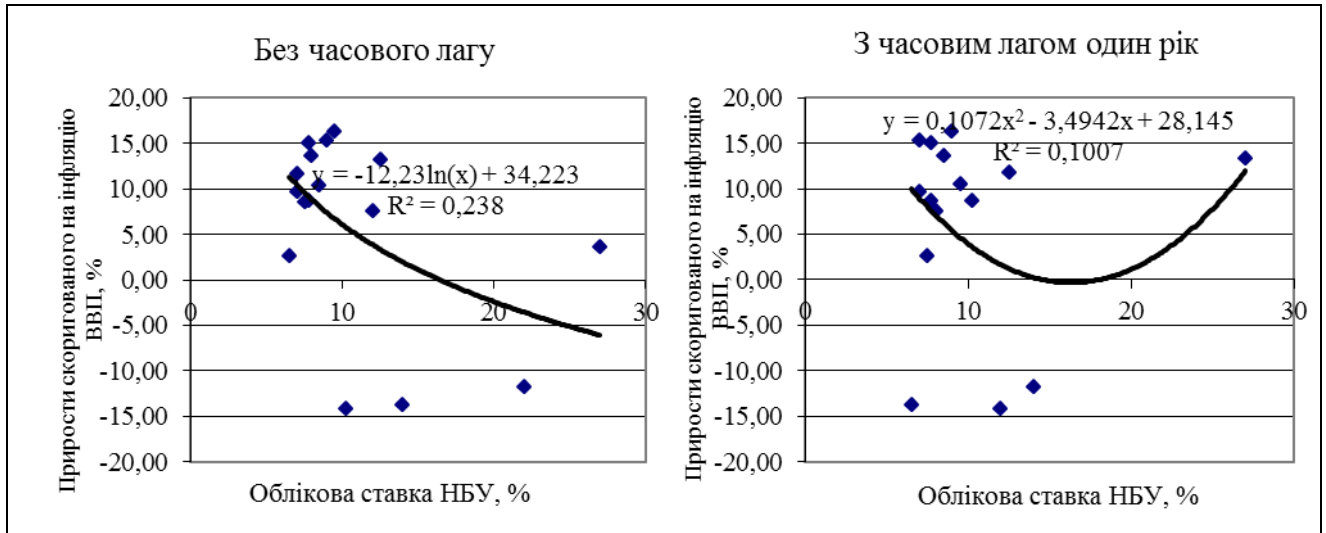


Рис. 2.11. Демонстрація взаємозв'язку облікової ставки НБУ та приросту скоригованого на інфляцію ВВП у 1999-2015 рр.

Джерело: побудовано автором за табл. Ж.3, Ж.5, додаток Ж.

На рис. 2.12 показано вплив приростів номінального ВВП та скоригованого на інфляцію ВВП на облікову ставку НБУ з часовим лагом один рік.

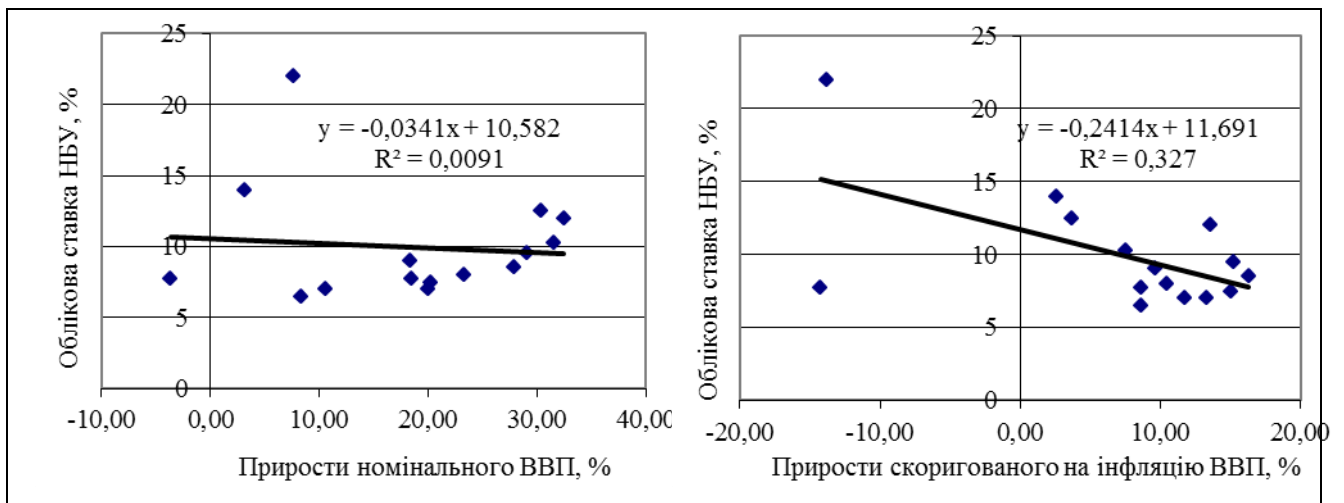


Рис. 2.12. Вплив приростів номінального та скоригованого на інфляцію ВВП на облікову ставку НБУ в 1999-2015 рр. із часовим лагом один рік

Джерело: побудовано автором за табл. Ж.3, Ж.5, додаток Ж.

Дані рисунка свідчать про більш відчутний вплив на облікову ставку скоригованого на рівень інфляції ВВП, ніж номінального. Таким чином, аналіз взаємовпливу груп показників, в яких облікова ставка НБУ виступала або фактором, або результуючою, дозволив виявити тісний прямий вплив облікової ставки на зміну середньої ставки за кредитами і водночас підвищення середньої ставки за кредитами до певної міри (близько 25%) характеризується тенденцією

до зниження облікової ставки НБУ, надалі ж відображає стабільну динаміку зростання останньої. На рівні значень облікової ставки в Україні до 30% спостерігається чітка реакція економіки у вигляді зростання інфляції; подальше зростання облікової ставки призводить до обмеження наявних ресурсів в економіці та дещо стримує інфляційні процеси. Зміна офіційного курсу гривні через особливості курсоутворення в Україні в аналізованому періоді, не характеризується достатньо важливими для дослідження тенденціями взаємовпливу з рівнем облікової ставки НБУ. Доволі слабким також є зв'язок між обліковою ставкою та ВВП, водночас є можливість констатувати тенденцію зниження облікової ставки за умов позитивних значень темпів ВВП.

Проаналізовані показники є серед факторів, що впливають на зміну облікової ставки НБУ. Для детальнішого аналізу застосовано аналітичний інструментарій, що дозволило проаналізувати більшу кількість показників та виявити, чи є вони по відношенню до облікової ставки НБУ факторами-причинами, чи навпаки – факторами-наслідками.

Для визначення причинно-наслідкових зв'язків між обліковою ставкою НБУ та іншими макроекономічними показниками доцільно застосовувати тест Гренджера на причинність (Granger causality test). Метою застосування цього тесту є визначення впливу зміни однієї змінної на динаміку іншої. Зокрема, змінна X_t є Гренджер-причиною для змінної Y_t , якщо значення X_t у минулому допомагають передбачити майбутні значення Y_t .

Суть такого тесту полягає в наступному: змінна X є каузальною по відношенню до змінної Y (позначається $X \rightarrow Y$), якщо за інших рівних умов значення Y можуть бути краще передбачені з використанням минулих значень X , ніж без них. Отже, мають виконуватися одночасно дві умови:

- змінна X повинна здійснювати значний внесок у прогноз Y ;
- змінна Y не повинна здійснювати значний внесок у прогноз X .

Якщо ж кожна з цих двох змінних дає вагомий внесок у прогноз іншої, то швидше за все існує третя змінна Z , що впливає на обидві змінні. Для встановлення причинно-наслідкового зв'язку розглядаються результати каузального аналізу – значення F -статистики і відповідна ймовірність P .

Встановлення причинно-наслідкових зв'язків здійснюють послідовно між двома окремими змінними. Наприклад, під час дослідження причинно-наслідкових зв'язків між величиною облікової ставки НБУ (NBU Key Policy Rate, KPR) та величиною валового внутрішнього продукту України (Gross Domestic Product, GDP) будують такі кореляційно-регресійні моделі (поточне значення кожної змінної залежить від лагових значень обидвох досліджуваних змінних):

$$KPR_t = \alpha_{10} + \alpha_{11}KPR_{t-1} + \alpha_{12}KPR_{t-2} + \dots + \alpha_{1l}KPR_{t-l} + \beta_{11}GDP_{t-1} + \beta_{12}GDP_{t-2} + \dots + \beta_{1l}GDP_{t-l} + \varepsilon_{1t}; \quad (2.1)$$

$$GDP_t = \alpha_{20} + \alpha_{21}GDP_{t-1} + \alpha_{22}GDP_{t-2} + \dots + \alpha_{2l}GDP_{t-l} + \beta_{21}KPR_{t-1} + \beta_{22}KPR_{t-2} + \dots + \beta_{2l}KPR_{t-l} + \varepsilon_{2t}, \quad (2.2)$$

де α_{ij}, β_{ij} – невідомі параметри моделі; ε_{it} – випадкова величина; l – довжина запізнення (лагу). Після цього формулюють нульову гіпотезу про статистичну незначущість оцінок β_{ij} , тобто:

$$H_0 : \beta_{11} = \beta_{12} = \dots = \beta_{1l} = \beta_{21} = \beta_{22} = \dots = \beta_{2l} = 0. \quad (2.3)$$

Перевірку нульової гіпотези здійснюють за допомогою F -статистики Фішера. Якщо емпіричне значення F -статистики потрапляє у критичну область, то можна стверджувати, що одна змінна визначає динаміку іншої.

У табл. Ж.5, додаток Ж представлено вихідні дані для проведення тесту Гренджера на причинність з умовними позначеннями показників, що використовуватимуться в розрахунках та під час аналізу. Реалізацію тесту Гренджера здійснено в спеціалізованому економетричному пакеті Eviews 8.0.

Для відхилення нульової гіпотези на 5%-му рівні значущості необхідно, щоб значення P для відповідної пари показників знаходилося в межах до 0,05. Значення F -статистики свідчать про характер впливу (негативний / позитивний).

Під час встановлення причинно-наслідкових зв'язків між величиною облікової ставки НБУ (KPR) та величиною валового внутрішнього продукту України (GDP) отримано наведені нижче результати (рис. 2.13).

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 06/11/16 Time: 01:45
Sample: 2006 2014
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
GDP does not Granger Cause KPR	7	0.99295	0.5018
KPR does not Granger Cause GDP		34.2809	0.0283

DB = none WF = 2016 test granger year

Рис. 2.13. Виведений результат застосування тесту Гренджера на причинність між величиною облікової ставки НБУ та ВВП за 2006-2014 рр.

Джерело: розроблено автором за табл. Ж.5, додаток Ж.

Враховуючи те, що ймовірність ($Prob. = 0,0283$) прийняття нульової гіпотези менша за критичну ($\alpha = 0,05$), можна стверджувати, що величина облікової ставки НБУ (KPR) визначає динаміку валового внутрішнього продукту України (GDP).

Аналогічні тестування проведемо для інших макроекономічних змінних: агрегат M0 (M0); Агрегат M1 (M1); Агрегат M2 (M2); Агрегат M3 (M3); грошова база (GB); державний борг України (DB); індекс економічної свободи (IES); індекс споживчих цін (CPI); інтегральна відсоткова ставка за депозитами (DEPI); інтегральна відсоткова ставка за кредитами (KREDI); курс дол. США (USD); капітальні інвестиції (INV); сальдо державного бюджету України (SDB); облікова ставка НБУ (KPR); платіжний баланс України (PB); процентна ставка (зважена за всіма інструментами) (PS); середньозважені процентні ставки комерційних банків за залученими депозитами (DEP); середньозважені процентні ставки комерційних банків за наданими кредитами (KRED); ставка LIBOR 1-Month (LIBOR 1); ставка LIBOR 3-Month (LIBOR 3); ставка LIBOR 6-Month (LIBOR 6); ставка LIBOR 12-Month (LIBOR 12). Таким чином визначимо фактори та наслідки впливу першого рівня.

Пропонується розділити аналіз на два блоки: – перший – за період із 2006 по 2014 рр., другий – із урахуванням кризового 2015 року, коли суттєво

посилились інфляційні процеси, відбулась девальвація національної валюти більш ніж удвічі, суттєво зросла облікова ставка НБУ (з 14 % в 2014 р. до 22 % в 2015р) отже, вказані процеси могли виявити додатковий вплив певних факторів, які актуалізувалися в поточній, кризовій ситуації, або нівелювати вплив на облікову ставку НБУ важливих для відносно стабільної ситуації в економіці факторів. Детальні розрахунки наведено у додатку 3, загальні результати розрахунків для періоду 2006-2014 рр. – в таблиці 2.5.

У таблиці 2.5 знаком «+» позначені ймовірності, що менше 0,05, тобто можна прийняти гіпотезу про причинність фактора для результативної ознаки, знаком «-» позначені ймовірності, що перевищують 0,05.

Таблиця 2.5

Загальні результати тесту Гренджера на причинність між обліковою ставкою НБУ та іншими макроекономічними змінними-факторами за 2006-2014 роки (Pairwise Granger Causality Tests)

№ тесту	Нульові гіпотези	F-Statistic	Ймовірність (Prob.)	Виконання умови тесту (ймовірність менша за 0,05)	Характеристика впливу (фактори та наслідки першого рівня)
1	2	3	4	5	6
1	CPI does not Granger Cause KPR	1,74089	0,3648	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause CPI	0,80287	0,0543	+	Облікова ставка НБУ впливає на індекс споживчих цін (інфляцію)
2	DB does not Granger Cause KPR	0,55973	0,6411	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause DB	3,21062	0,2375	-	Не виражений
3	DEP does not Granger Cause KPR	0,10298	0,9066	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause DEP	1,56277	0,3902	-	Не виражений
4	DEPI does not Granger Cause KPR	0,01191	0,9882	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause DEPI	4,10028	0,1961	-	Не виражений
5	GB does not Granger Cause KPR	3,44110	0,2252	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause GB	0,47445	0,6782	-	Не виражений
6	GDP does not Granger Cause KPR	0,99295	0,5018	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause GDP	34,2809	0,0283	+	Облікова ставка НБУ впливає на ВВП України
7	IES does not Granger Cause KPR	1,00699	0,4983	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause IES	4,97612	0,1673	-	Не виражений
8	INV does not Granger Cause KPR	89,0355	0,0111	+	Капітальні інвестиції впливають на облікову ставку НБУ
	KPR does not Granger Cause INV	25,1110	0,0383	+	Облікова ставка НБУ впливає на капітальні інвестиції

Продовження таблиці 2.5

1	2	3	4	5	6
9	KRED does not Granger Cause KPR	0,39574	0,7165	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause KRED	29,0283	0,0333	+	Облікова ставка НБУ впливає на середньозважені процентні ставки комерційних банків за наданими кредитами
10	KREDI does not Granger Cause KPR	11,7925	0,0782	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause KREDI	9,70430	0,0934	-	Не виражений
11	LIBOR1 does not Granger Cause KPR	1,11104	0,4737	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause LIBOR1	6,61357	0,1313	-	Не виражений
12	LIBOR3 does not Granger Cause KPR	42,4119	0,0230	+	Ставка LIBOR 3-Month впливає на облікову ставку НБУ
	KPR does not Granger Cause LIBOR3	4,84290	0,1711	-	Не виражений
13	LIBOR6 does not Granger Cause KPR	7,16384	0,1225	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause LIBOR6	0,46217	0,6839	-	Не виражений
14	LIBOR12 does not Granger Cause KPR	2,79171	0,2637	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause LIBOR12	0,05765	0,9455	-	Не виражений
15	M0 does not Granger Cause KPR	0,29343	0,7731	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause M0	6,27974	0,1374	-	Не виражений
16	M1 does not Granger Cause KPR	1,36749	0,4224	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause M1	0,64875	0,6065	-	Не виражений
17	M2 does not Granger Cause KPR	1,22981	0,4485	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause M2	0,34820	0,7417	-	Не виражений
18	M3 does not Granger Cause KPR	0,25865	0,7945	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause M3	5,99163	0,1430	-	Не виражений
19	PB does not Granger Cause KPR	0,26280	0,7919	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause PB	0,69174	0,5911	-	Не виражений
20	PS does not Granger Cause KPR	2,19077	0,3134	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause PS	0,43985	0,6945	-	Не виражений
21	SDB does not Granger Cause KPR	0,10059	0,9086	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause SDB	0,13150	0,8838	-	Не виражений
22	USD does not Granger Cause KPR	0,85296	0,5397	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause USD	0,73838	0,5752	-	Не виражений

Джерело: розроблено автором за табл. Ж.5, додаток Ж.

Ланцюжок причинно-наслідкових зв'язків між обліковою ставкою НБУ та макроекономічними змінними, отриманий за тестом Гренджера на причинність, згідно з даними 2006-2014 рр., представлено на рис. 2.14.

Для визначення факторів і наслідків впливу другого рівня провели тестування на причинність між факторами та наслідками першого рівня й аналогічними макроекономічними змінними.

Варто зауважити, що величина інвестицій одночасно виступає як причиною зміни облікової ставки НБУ, так і наслідком регуляторного впливу.

Результати дослідження причинно-наслідкових зв'язків між обліковою ставкою НБУ та макроекономічними змінними за більш широкий діапазон років – 2006-2015 роки (з урахуванням кризового 2015 року), отриманий на основі тесту Гренджера на причинність, представлено в табл. 2.6.

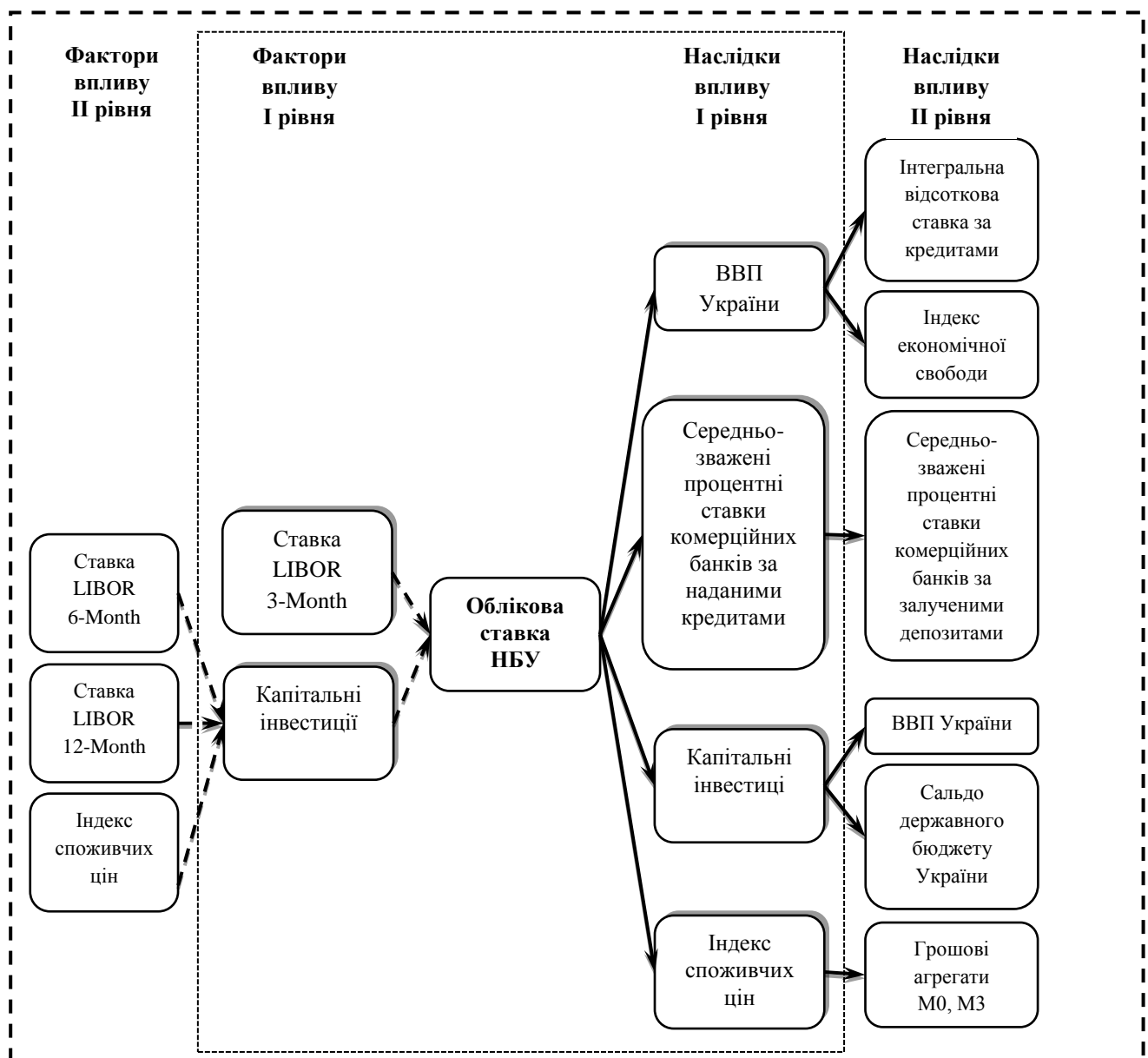


Рис. 2.14. Логічно-структурна схема причинно-наслідкових зв'язків між обліковою ставкою НБУ та макроекономічними змінними-факторами у 2006-2014 рр.

Джерело: побудовано автором

Таблиця 2.6

Загальні результати тесту Гренджера на причинність між обліковою ставкою НБУ та іншими макроекономічними змінними за 2006-2015 роки

№ тесту	Нульові гіпотези	F-Statistic	Ймовірність (Prob.)	Виконання умови тесту (ймовірність менша за 0,05)	Характеристика впливу (фактори та наслідки першого рівня)
1	2	3	4	5	6
1	CPI does not Granger Cause KPR	6,32741	0,0839	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause CPI	0,95174	0,4785	-	Не виражений
2	DB does not Granger Cause KPR	0,32289	0,7464	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause DB	2,87784	0,2006	-	Не виражений
3	DEP does not Granger Cause KPR	0,50024	0,6494	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause DEP	0,79067	0,5299	-	Не виражений
4	DEPI does not Granger Cause KPR	0,85282	0,5090	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause DEPI	2,11968	0,2668	-	Не виражений
5	GB does not Granger Cause KPR	1,40473	0,3711	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause GB	0,98937	0,4677	-	Не виражений
6	GDP does not Granger Cause KPR	0,75458	0,5427	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause GDP	0,24963	0,7938	-	Не виражений
7	IES does not Granger Cause KPR	0,50169	0,6487	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause IES	9,68827	0,0491	+	Облікова ставка НБУ впливає на індекс економічної свободи
8	INV does not Granger Cause KPR	14,5409	0,0286	+	Капітальні інвестиції впливають на облікову ставку НБУ
	KPR does not Granger Cause INV	1,09266	0,4401	-	Не виражений
9	KRED does not Granger Cause KPR	0,97398	0,4721	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause KRED	3,05733	0,1888	-	Не виражений
10	KREDI does not Granger Cause KPR	0,89510	0,4956	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause KREDI	7,77161	0,0651	-	Не виражений
11	LIBOR1 does not Granger Cause KPR	0,18334	0,8412	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause LIBOR1	0,90275	0,4933	-	Не виражений
12	LIBOR3 does not Granger Cause KPR	0,12860	0,8839	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause LIBOR3	3,61472	0,1588	-	Не виражений
13	LIBOR6 does not Granger Cause KPR	0,10533	0,9032	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause LIBOR6	0,43247	0,6839	-	Не виражений
14	LIBOR12 does not Granger Cause KPR	0,21635	0,8170	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause LIBOR12	0,08549	0,9202	-	Не виражений
15	M0 does not Granger Cause KPR	0,42167	0,6896	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause M0	2,83769	0,2034	-	Не виражений
16	M1 does not Granger Cause KPR	1,71160	0,3192	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause M1	1,22311	0,4088	-	Не виражений
17	M2 does not Granger Cause KPR	2,67055	0,2157	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause M2	0,21431	0,8185	-	Не виражений
18	M3 does not Granger Cause KPR	0,37998	0,7127	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause M3	2,89543	0,1994	-	Не виражений
19	PB does not Granger Cause KPR	0,56073	0,6210	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause PB	0,10081	0,9070	-	Не виражений
20	PS does not Granger Cause KPR	2,78942	0,2068	-	Не виражений
	KPR does not Granger Cause PS	0,27027	0,7800	-	Не виражений

Продовження таблиці 2.6.

1	2	3	4	5	6
21	SDB doesnotGrangerCause KPR	0,27095	0,7795	-	Не виражений
	KPR doesnotGrangerCause SDB	0,08643	0,9194	-	Не виражений
22	USD doesnotGrangerCause KPR	3,72771	0,1537	-	Не виражений
	KPR doesnotGrangerCause USD	1,40342	0,3713	-	Не виражений

Джерело: побудовано автором

Ланцюжок причинно-наслідкових зв'язків між обліковою ставкою НБУ та макроекономічними змінними, отриманий на основі тесту Гренджера на причинність, представлено на рис. 2.15.

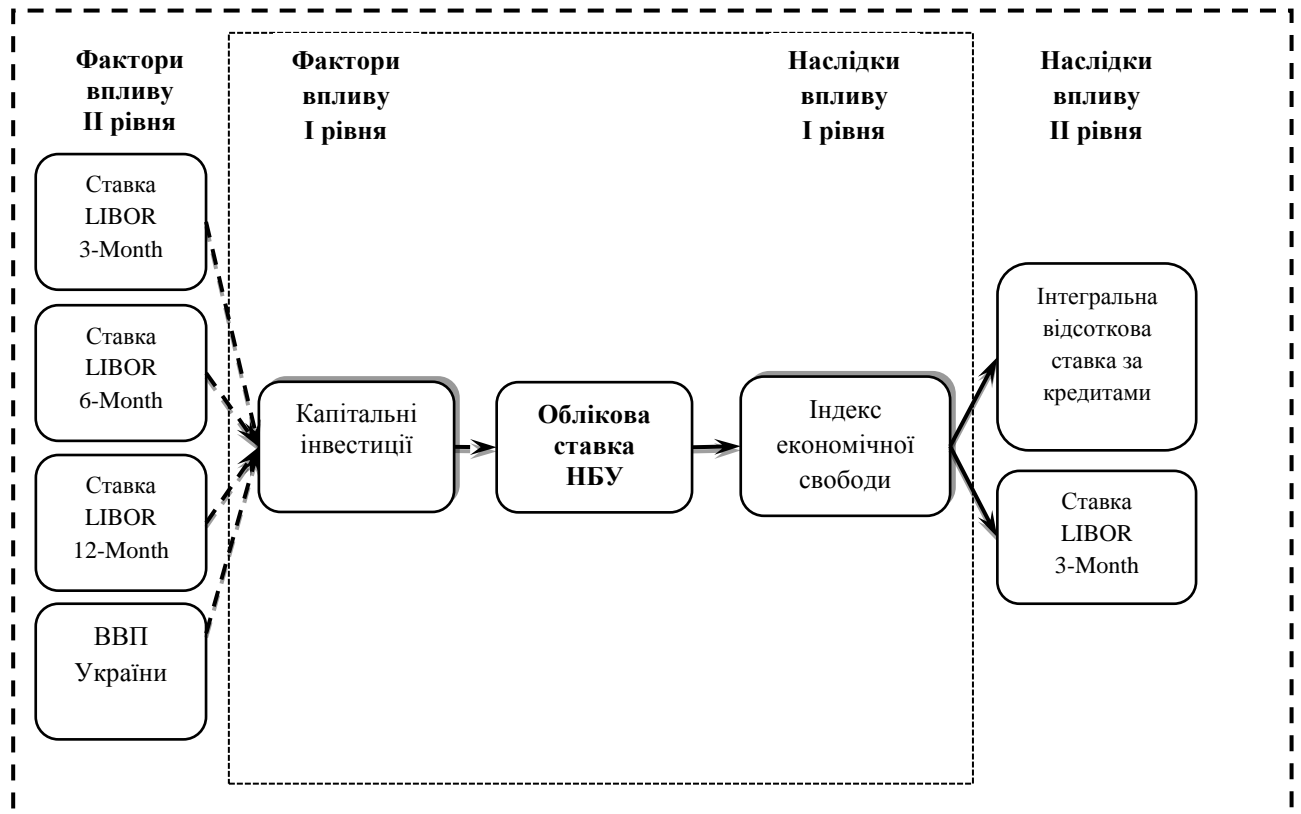


Рис. 2.15. Логічно-структурна схема причинно-наслідкових зв'язків між обліковою ставкою НБУ та макроекономічними змінними-факторами у 2006-2015 рр.

Джерело: побудовано автором

Таким чином, під впливом макроекономічних змін, загострення економічних проблем країни змінилася конфігурація факторів, що чинять вплив на облікову ставку НБУ, та тих, що є результатом зміни облікової ставки. Стабільно важливим фактором впливу залишаються капітальні інвестиції, які безпосередньо впливають на облікову ставку НБУ, проте, якщо при аналізі періоду 2006-2014 рр. капітальні інвестиції водночас визначались і як наслідки

I рівня, то за більш широкий період ретроспекції 2006-2015 рр. – не присутні навіть серед наслідків II рівня.

Індекс економічної свободи стає більш вираженим результуючим фактором-наслідком зміни облікової ставки в кризових умовах і це пояснюється врахуванням значення облікової ставки при розрахунку вказаного індексу. Індекс економічної свободи як похідний від показників, що характеризують легкість ведення бізнесу та стабільність макроекономічних умов, впливає на можливості залучення кредитних ресурсів для бізнесу на внутрішньому та зовнішньому ринках. ВВП країни з фактора-наслідку перетворюється на фактор-причину II рівня відносно зміни облікової ставки.

Для презентації дії процентного каналу монетарного трансмісійного механізму нами побудовано рівняння регресії за формулою 2.4, яке описує залежність індексу споживчих цін (інфляції) (CPI_t) від величини офіційної облікової ставки НБУ (KPR_t) та величини середньозважених процентних ставок комерційних банків за залученими депозитами (DEP_t):

$$CPI_t = 99,642754 + 2,851564 KPR_t - 1,6056917 DEP_t. \quad (2.4)$$

Побудована модель є адекватною, про що свідчать розраховані значення коефіцієнта детермінації ($R^2 = 0,9334$) та критерію Фішера ($F = 49,033$). Зростання облікової ставки на 1 % зумовить підвищення індексу споживчих цін на 2,851564 %. Це пов'язано з тим, що НБУ, зазвичай, реагує на зростання інфляції через збільшення величини облікової ставки. Підвищення середньозважених процентних ставок комерційних банків за залученими депозитами на 1 % зумовить зниження індексу споживчих цін на 1,6056917 %. Така ситуація пояснюється тим, що зростання депозитних ставок сприяє збільшенню обсягу залучених депозитів, які призводять до зменшення грошової маси в населення. Застосування даної кореляційно-регресійної моделі дасть змогу прогнозувати реакцію індексу споживчих цін на зміну величини офіційної облікової ставки НБУ та середньозважених процентних ставок комерційних банків за залученими депозитами, на основі процентного каналу монетарного трансмісійного механізму. Результати аналізу вказують на потребу

визначення послідовності дій для встановлення обґрунтованого рівня облікової ставки НБУ.

Отже, у цьому пункті здійснено факторний аналіз зміни процентних ставок на грошовому ринку, виявлено та досліджено фактори, які впливають на зміну основної процентної ставки на грошовому ринку України (облікової ставки НБУ). Застосовано тест Гренджера на причинність, що дало змогу встановити вплив зміни однієї змінної на динаміку іншої, побудувати логічно-структурні схеми причинно-наслідкових зв'язків між обліковою ставкою НБУ та макроекономічними змінними-факторами (причини та наслідки) в 2006-2014 рр. та 2006-2015 рр.

Наступним етапом у процесі розкриття проблематики дисертаційної роботи є оцінювання впливу активізації процентного каналу монетарного трансмісійного механізму на стабілізацію вітчизняного грошового ринку.

2.3. Вплив активізації процентного каналу монетарного трансмісійного механізму на стабілізацію вітчизняного грошового ринку

Проблему дієвості регулювання процентних ставок, через реалізацію запропонованих напрямів забезпечення стабільності грошового ринку України, шляхом удосконалення інструментарію монетарного регулювання процентних ставок, варто розглядати комплексно, у контексті чинників, які повинні бути враховані при реалізації грошово-кредитної політики. Причому єдиного правильного способу проведення грошово-кредитної політики, спрямованої на забезпечення стабільності на грошовому ринку, не існує.

Вплив активізації процентного каналу монетарного трансмісійного механізму на стабілізацію вітчизняного грошового ринку має вагоме значення для прийняття рішень щодо вдосконалення механізму монетарного регулювання процентних ставок. З'ясування такого впливу дає змогу

встановити значимість явища процентної ставки на грошовому ринку, його відповідність певним нормам, стратегічним орієнтирам, зразкам.

Доцільно не лише зорієнтувати визначення впливу активізації процентного каналу на вирішення поточних проблем застосування процентних ставок на грошовому ринку, але використовувати його результати як основу для прийняття стратегічних рішень щодо реформування, вдосконалення, розвитку монетарної політики НБУ. Так, наслідки сучасної фінансово-економічної кризи і процеси глобалізації фінансово-економічного регулювання поставили перед НБУ завдання, пов'язані з регулюванням монетарних процесів, насамперед стосовно ІТ, використовуючи інструмент процентних ставок.

Визначення впливу активізації процесів регулювання процентної ставки на грошовому ринку України передбачає виокремлення системи заходів, здійснюваних НБУ, банками й іншими фінансовими установами для забезпечення потреб національної економіки в грошових ресурсах, підтримки стабільності грошового ринку, стабільності національної грошової одиниці, збалансування попиту і пропозиції грошей в обігу, а також надійності функціонування платіжних систем і механізмів. Результати такої активізації дозволятимуть виявити вплив процентного каналу монетарного трансмісійного механізму на стабілізацію вітчизняного грошового ринку та розробити алгоритм регулювання процентної ставки для забезпечення стабільного функціонування грошового ринку та економічної системи країни. Водночас процес з'ясування активізації процентного каналу складний, що пов'язано з дією комплексу чинників, проаналізованих у попередніх пунктах дисертації. Тому критерії та показники активізації грошово-кредитної політики на макрорівні повинні характеризувати розвиток грошового ринку загалом, а не тільки стан його об'єктів і суб'єктів; у той же час вони повинні базуватися на показниках і критеріях оцінки банківської системи, де формується попит і пропозиція грошей. Важливе значення також має достовірність даних, які аналізуються, для адекватного оцінювання стану грошово-кредитної політики.

З'ясовуючи вплив активізації процентного каналу монетарного трансмісійного механізму на стабілізацію вітчизняного грошового ринку, окреслимо передумови проведення дієвої монетарної політики для стабілізації грошового ринку:

- наявність концепції монетарного регулювання економіки;
- розуміння впливу грошово-кредитної політики на забезпечення стабільності грошового ринку;
- з'ясування причин інфляції та здатність адекватно прогнозувати її рівень;
- виокремлення пріоритетного об'єкта грошово-кредитної політики: пропозиція або попит на гроші, кількість грошей або процентна ставка;
- урахування специфіки вітчизняної економіки у формуванні заходів грошово-кредитної політики;
- вибір методів монетарного регулювання у поєднанні з гнучкою бюджетною та фіскальною політикою.

Ці передумови дають змогу співставити поточну ситуацію із забезпеченням стабільності грошового ринку України за допомогою процентного каналу з модельованим еталоном – успішним монетарним регулюванням, орієнтованим на забезпечення стабільності грошового ринку.

Світова фінансово-економічна криза 2008 року актуалізувала потребу вдосконалення інструментів, що використовуються центральними банками в процесі монетарного управління. ЦБ провідних країн світу застосовували широкий набір інструментів для боротьби з наслідками кризи та зниження її негативного впливу на реальний сектор економіки. Ці інструменти переважно входять до переліку, рекомендованого монетарною теорією для подібних ситуацій:

- суттєве зниження процентних ставок;
- підвищення рівня ліквідності банківської системи;
- отримання банками кредитів під гарантії держави;
- пряма фінансова підтримка урядом окремих фінансових інститутів.

Вказані інструменти, передусім, використовувалися центральними банками економічно розвинених країн світу, водночас в Україні процентна ставка зростала навіть у 2008-2009 рр.

Найбільш поширеними є застосування методів прямого регулювання грошової маси та структури грошового обігу, а процентна політика ЦБ використовується як інструмент обмеження інфляційних процесів через обмеження ділової активності, грошової маси, доступності кредитів для економіки, що не є сприятливим фактором не лише для зростання економіки, але й забезпечення макроекономічної стабільності в країні.

Тривале застосування таких інструментів може негативно вплинути на функціонування національної економіки та спричинити проблеми у регулюванні процентних ставок на грошовому ринку в Україні [35; 85]:

- ризик втрати здатності до формування ринкових «цінових сигналів»;
- зниження довіри до дій НБУ як інституції;
- зменшення прозорості та зрозумілості для учасників ринку дій НБУ;
- зростання частки тіньового сектора;
- зниження ефективності розміщення кредитів, адміністративні проблеми, пов'язані з розподілом фінансових ресурсів;
- позбавлення можливості СГ здійснювати рефінансування та реструктуризацію заборгованості, у випадку проблем із її виплатою банкам;
- погіршення виконання функції фінансового посередника банківською системою держави.

Наслідки світової фінансової кризи відчутні й сьогодні, більше того, погоджуємося, що криза все ще триває, змінюючи свої форми – від кризи на ринку боргового капіталу та нерухомості (через макроекономічну кризу більшості країн світу) до кризи ліквідності [143], тому складно встановити, як ця криза змінила підходи до регулювання ринків (зокрема, грошового).

Спотворені ціни на грошові ресурси внаслідок тривалого застосування НБУ прямих монетарних інструментів, політики «дорогих грошей» шляхом встановлення високої облікової ставки (однієї з найвищих у світі, станом на

кінець 2016 р. – 14 %) призводять до неефективного розподілу ресурсів між сферами та секторами національної економіки, СГ на макро- та мікрорівні, загального розбалансування економіки. За цих умов НБУ варто забезпечити виконання його основної функції – стабілізувати грошову одиницю [148].

Причому регулятор повинен сприяти забезпеченню стійкості банківської системи, досягненню стійких темпів економічного зростання та підтримувати економічну політику уряду за умови, що це не суперечитиме забезпеченню цінової стабільності [148]. НБУ намагається виконувати свою функцію, уникаючи вирішення проблем економічної стабільності, економічного розвитку, забезпечення зайнятості, які для його діяльності є вторинними.

Щодо проблеми відповідності цілей діяльності НБУ цілям функціонування та розвитку грошового ринку й економіки країни, зауважимо, що в посткризовий період у багатьох країнах відбувся перегляд цілей і завдань монетарної політики ЦБ (додаток Л), зокрема до завдань багатьох із них тепер віднесено функції забезпечення фінансової та макроекономічної стабільності, що потребує розширення інструментарію грошово-кредитної політики, а також повноважень ЦБ [102].

Стосовно грошово-кредитної політики, то визначення її відповідності бажаним характеристикам варто проводити, зважаючи на критерії, які дають змогу визначити здатність НБУ:

- досягати поставлених цілей грошово-кредитного регулювання;
- здійснювати вибір адекватного типу грошово-кредитної політики;
- забезпечувати зростання ролі монетарного трансмісійного механізму

в економіці як чинника, що сприяє реалізації загальноекономічних завдань.

На рис. 2.16 представлено згруповані орієнтири активізації монетарного регулювання процентних ставок, які відповідають певним критеріям.

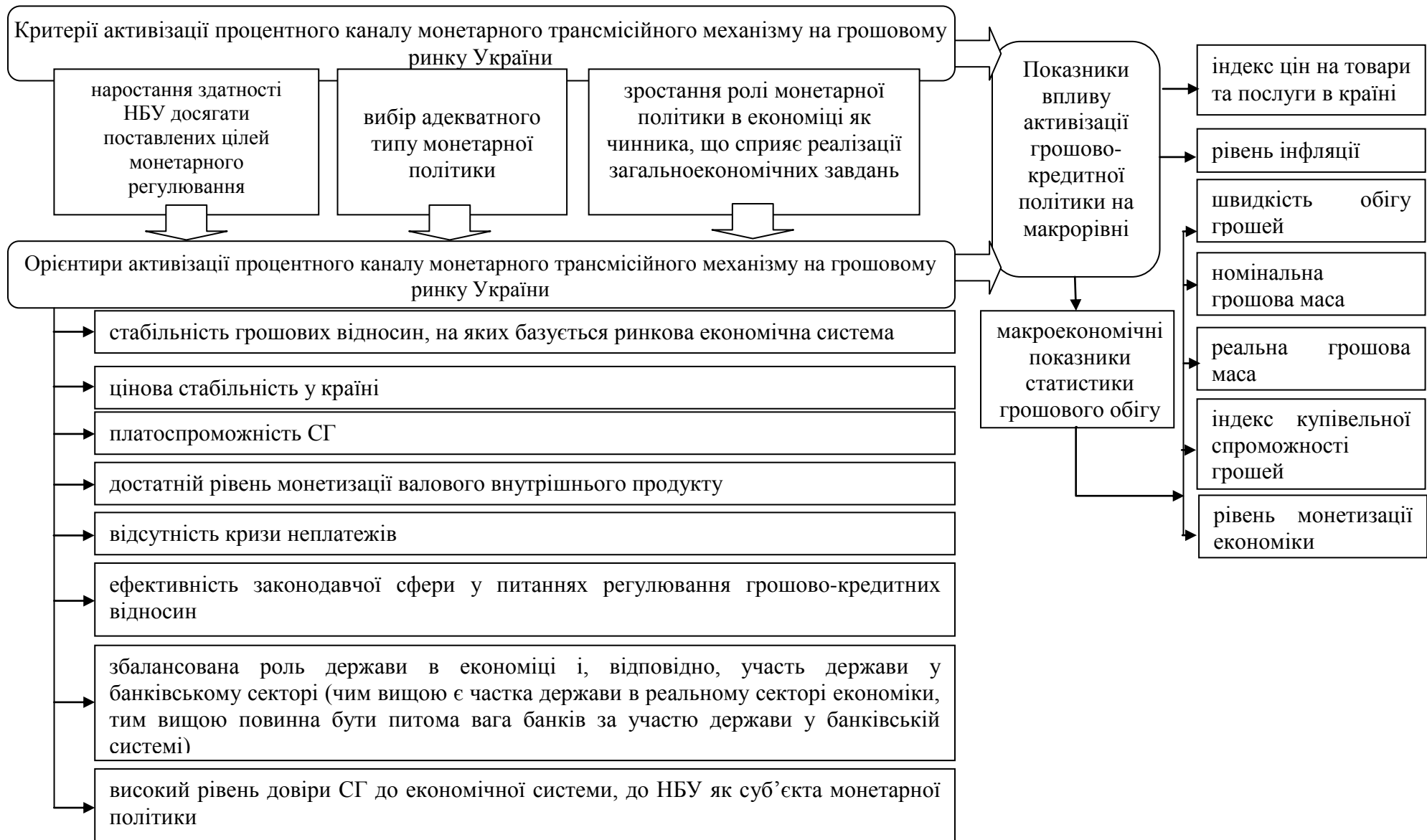


Рис. 2.16. Відображення критеріїв, орієнтирів та показників активізації процентного каналу монетарного трансмісійного механізму на грошовому ринку України

Джерело: розроблено автором.

Сформульовані критерії та орієнтири дали змогу виділити показники впливу грошово-кредитної політики на макrorівні. Пропонуємо для з'ясування впливу активізації процентного каналу монетарного трансмісійного механізму на стабілізацію вітчизняного грошового ринку використовувати показники впливу активізації грошово-кредитної політики на макrorівні, зокрема: індекс цін на товари та послуги в країні, рівень інфляції та ін. Також варто застосовувати макроекономічні показники статистики грошового обігу, зокрема: швидкість обігу грошей, номінальну грошову масу, реальну грошову масу, індекс купівельної спроможності грошей, рівень монетизації економіки та ін.

З'ясовуючи вплив активізації грошово-кредитної політики в Україні на макrorівні, зауважимо, що політика регулювання процентних ставок на грошовому ринку слабо впливає на тренд у динаміці виробничого потенціалу країни. В цьому сенсі вона вважається нейтральною у довгостроковому періоді.

Висока імпортозалежність та нестійкий характер макроекономічної ситуації в Україні, а також цінова динаміка, схильна до значних змін, здатні створити умови для стійкого віддалення інфляції від кількісних орієнтирів. Тому заходи грошово-кредитної політики варто спрямовувати на повернення інфляції до кількісного орієнтира, що може мати суперечливий характер. Попри те, що у багатьох економічно розвинених країнах банки мають свободу вибору в формуванні величини процентної ставки [35; 40], відбувається їх непряме регулювання шляхом встановлення офіційної облікової ставки ЦБ, кількісних обмежень (встановлення меж для ставок, пряме обмеження кредитування, періодичне «заморожування» процентних ставок), оподаткування доходів за відсотками тощо.

У той же час у коротко- і середньостроковому періоді політика регулювання процентних ставок на грошовому ринку може впливати на ділову активність в Україні через дію на сукупний попит і витрати виробництва. Враховуючи цей факт, а також те, що, зрештою, інфляція в Україні певною мірою визначається монетарною політикою (це показують і результати аналізу, проведеного в попередніх пунктах роботи), формуються способи потенційного

впливу політики регулювання процентних ставок грошового ринку на динаміку цін – канали трансмісійного механізму грошово-кредитної політики [112].

Інфляційні процеси в Україні фіксуються на рівні, близькому до планованого, проте платоспроможність СГ обмежена через високий рівень процентних ставок при кредитуванні бізнесу, кризові явища в економіці та обмежувальні заходи органів державної влади стосовно розпорядження грошовими ресурсами підприємств.

Проте зауважимо, що політика підтримки високих процентних ставок в Україні (обумовлена макроекономічною ситуацією) мала певні негативні наслідки не лише для реального сектора економіки (обмеження платоспроможного попиту на кредити, підвищення межі окупності інвестиційних проектів і відсікання їх частини), але й для банківської системи країни. Важливою проблемою процентної політики НБУ є надвисокі ставки за депозитними сертифікатами НБУ, які додатково стримують кредитування економіки. Водночас ставка за депозитними сертифікатами НБУ зрівнялася зі ставками за гривневими кредитами в економіку, що майже знищило для банків економічний зміст і мотивацію до кредитування, а отже, стало додатковим чинником рецесії. У 2016 році рівень облікової ставки, яка з квітня дорівнює ставці за двотижневими депозитними сертифікатами, перевищив рівень інфляції. Станом на 01.01.2016 залишки за депозитними сертифікатами НБУ становили 89,8 млрд. грн, а кошти на коррахунках банків – 27,8 млрд. грн. (менше за обсяг обов'язкових резервів) [2], що свідчить про значні монетарні диспропорції — поєднання великого профіциту ліквідності з критичним дефіцитом коштів у реальному секторі.

Погоджуємося, що така монетарна політика щодо залучення коштів за високими ставками призвела до різкого зменшення обсягів міжбанківського кредитування (майже вчетверо), тобто до дисфункції міжбанківського кредитного ринку і перебирання Національним банком його функцій на себе. Таким чином, «спостерігається низька ефективність монетарної політики з точки зору виконання її основної операційної функції – оптимального регулювання ліквідності» [2].

Рівень монетизації ВВП країни можна визначити як недостатній внаслідок складності залучення ресурсів для перекредитування бізнесу та суттєвого обмеження рівня доходів бізнесу та населення, існує криза неплатежів.

Досліджуючи інституційне середовище, яке б сприяло активізації процентного каналу монетарного трансмісійного механізму на грошовому ринку країни, констатуємо: недосконалість законодавства у питаннях регулювання грошово-кредитних відносин; нерозвиненість багатьох сфер ринку з одночасним надміру регулятивним втручанням у ринкові процеси та дії економічних суб'єктів; низький ступінь їх економічної та фінансової свободи.

Важливим для визначення ступеня досягнення орієнтирів активізації процентного каналу монетарного трансмісійного механізму на грошовому ринку України є виявлення проблеми незбалансованості ролі держави в економіці та, відповідно, участі держави у банківському секторі. Так, питома вага державного сектора економіки складає 17,2 % за даними першого кварталу 2016 року [142], частка активів держбанків у банківській системі становить близько 30 % на початок 2016 року [161]. Рівень довіри СГ до НБУ як суб'єкта грошово-кредитної політики є невисоким, особливо після банкрутства за останні три роки більше ніж 87 банків [161].

Функції процентної політики обмежуються монетарним режимом, що реалізовується відповідно до грошово-кредитної політики НБУ та системи стимулів і противаг, використовуваних банками при здійсненні регулювання грошового обігу. Проте використання процентної політики як регулюючого інструменту грошового обігу в країні є ефективним за умови інтенсивного кредитування банків НБУ. У поточній ситуації процентна політика НБУ полягає в такому регулюванні процентних ставок за операціями на грошовому ринку, яке забезпечує їх зниження, з одночасною підтримкою бажаного рівня ліквідності банківської системи, здійснюючи:

- на макрорівні – регулювання величини грошової маси, як сукупності грошових агрегатів, елементи яких створюються на кредитній основі, в процесі кредитування реального сектору економіки;

- на мікрорівні – регулювання ліквідності кредитних організацій, вплив на процентні ставки за кредитами, що надаються підприємствам реального сектору економіки, формування стабільної ресурсної бази банків, зниження рівня ризиків банківської діяльності.

У процентній політиці, як було зазначено нами раніше, НБУ використовує різні види процентних ставок, але ключову роль відіграє облікова ставка, що є одним із основних макроекономічних індикаторів грошового ринку. Саме величина облікової ставки є основою дії процентного каналу монетарного трансмісійного механізму впливу грошово-кредитного регулювання на процеси відтворення.

Якщо розглядати довгостроковий вплив зміни облікової ставки на відтворювальні процеси, то варто також враховувати стан і тенденції розвитку кредитного ринку й кредитної системи країни:

- часові причинно-наслідкові інтервали впливу процентної політики НБУ на грошовий ринок та економіку країни, через які процентна ставка може вплинути на інфляційні очікування та стан реального сектора економіки;

- потенційні наслідки впливу процентної політики НБУ на депозитну політику банків;

- можливість передачі функцій кредитування небанківським кредитним організаціям, іншим фінансовим посередникам, кредитним організаціям (споживчі кредити, кредити малому і середньому бізнесу);

- можливість здійснення банками запозичень на зовнішньому ринку в умовах лібералізації зовнішньоекономічних зв'язків;

- потенціал впливу зміни облікової ставки на вартість цінних паперів.

При цьому ринковий механізм формування процентних ставок на грошовому ринку України є складним. Так, середній рівень процента як ринкова величина залежить від чинників:

- попиту і пропозиції грошей;

- розвиненості грошового ринку;

- джерел вільних грошей (з точки зору термінів їх вивільнення);

- коштів позичальників (їх кредитоспроможності, надійності у поверненні позикових коштів) та ін.

Науковці наголошують на актуальності досягнення макрофінансової стабільності як пріоритетної мети діяльності грошового регулятора [163; 197; 275]. Водночас більшість із них погоджується, що можливості стимуляції продуктивності та зайнятості за допомогою монетарної політики в довгостроковому періоді є обмеженими, а спроби таких дій призводять до високої інфляції. Внаслідок цього в економічно розвинених країнах відбувається переоцінка цілей грошово-кредитної політики: основною метою політики, що реалізовується тепер через більшість ЦБ, є стабілізація рівня цін та грошового ринку. Вказаний досвід доцільно використовувати і в Україні.

Зауважимо, що, оскільки не існує безпосереднього зв'язку між грошовою політикою і продуктивністю в довгостроковому періоді, то багато дослідників виокремлюють негативний вплив інфляції на довгострокове економічне зростання. Наприклад, Р. Барро довів негативну залежність між інфляцією і економічним зростанням, аналізуючи чинники економічного зростання у понад 100 країнах [216]. У свою чергу, М. Бруно вказує на потенційно нелінійну залежність між економічним зростанням та інфляцією: це співвідношення чітко простежується у країнах із високим рівнем інфляції та менше проявляється у країнах із низькою динамікою зростання цін [220]. Отже, саме стабілізація грошового ринку і недопущення високої інфляції можуть складати головний механізм, за допомогою якого ЦБ (в Україні – НБУ) спроможний забезпечити довгострокове економічне зростання.

Стабільність грошового ринку є однією з умов забезпечення макроекономічної стабільності України, яка, у свою чергу, є фундаментальним чинником [283], що визначає можливості економічного зростання в країні.

Діяльність НБУ в середньостроковому періоді повинна спрямовуватися на досягнення і підтримку стабільності грошового ринку. За таких умов формування ефективної грошово-кредитної політики потребує вибору пріоритетного об'єкта цієї політики [107; 186]:

- пропозиція грошей або попит на гроші;

- обсяг і структура грошової маси;
- коефіцієнти грошової (банківської) мультиплікації;
- курс національної грошової одиниці;
- обсяг кредитів, які надаються учасникам грошового обігу, в т.ч. банківському сектору.

НБУ досі вибирав за об'єкт грошово-кредитної політики пропозицію грошей через таргетування грошової маси за рахунок виведення з вільного обігу певної суми грошових коштів шляхом їх акумулювання на рахунках уряду. Таким чином, НБУ здійснював вплив передусім на обсяг та структуру грошової маси.

На сучасному етапі передбачається, що кількісним орієнтиром грошово-кредитної політики НБУ повинно стати утримання рівня інфляції в певних межах у середньостроковому періоді. Правління НБУ підготувало для розгляду Ради НБУ стратегію монетарної політики на 2016-2020 роки, в якій передбачається поступове зниження інфляції до рівня 5% до 2019 року [27; 150] (у 2015 році річний рівень інфляції становив 43,3% [52]). На 2016 рік НБУ прогнозував базову інфляцію в Україні на рівні 12% (фактично є 12,4%); у подальшому цей показник повинен і далі знижуватись. У 2017 році він, як очікується, досягне 8%, а в 2019 році – 5% [179].

Тобто НБУ планує використовувати механізм монетарного регулювання процентної ставки НБУ шляхом встановлення її на рівні, який відповідає цільовому орієнтиру розвитку економіки. Так можна досягти активізації ролі всієї системи процентних ставок на грошовому ринку, впливаючи на попит на гроші. Отже, зросте роль НБУ в кредитуванні банків та значення банків у кредитуванні підприємств. Проте зауважимо, що зміна облікової ставки НБУ не чинить прямого впливу на зростання ВВП і на реальний сектор економіки. Зміна облікової ставки НБУ опосередковано впливатиме на витрати обігу грошей, а також на коригування ринкової ставки позикового відсотка і банківські кредити (забезпечуючи, зокрема, їх доступність), гарантуючи можливість регулювати процентні ставки на грошовому ринку.

Теоретично середня банківська процентна ставка повинна кореспондувати зі середньою нормою прибутку в реальному секторі економіки (з урахуванням тривалості циклу відтворення) [36]. Така закономірність спостерігається в країнах із розвиненою ринковою економікою, чого не можна сказати про Україну. В механізмі дії на економіку він має переваги над іншими інструментами за: доступністю; відносно низькою вартістю адміністрування; простотою використання.

Це завжди враховується при вирішенні проблеми регулювання економічних процесів. У той же час регулювання процентної ставки у системі інструментів грошово-кредитної політики ще не означає існування дієвої процентної політики, що швидко реагує на негативний стан економіки та так само швидко усуває дисбаланси грошового ринку. Тому лише «чутливість» процентних ставок до змін попиту і пропозиції на кредитні ресурси, або на стан грошового обігу, можна вважати ознакою проведення в Україні дієвої процентної політики.

Отже, з'ясування повноти досягнення орієнтирів активізації процентного каналу монетарного трансмісійного механізму на грошовому ринку України дозволяє стверджувати, що процес регулювання процентної ставки на грошовому ринку є складним, тому його варто розглядати ширше, аніж як частину грошово-кредитної політики НБУ. Важливим аспектом монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку є реалізація його головної функції – забезпечення стабільності грошового ринку [102; 107], під якою розуміємо:

- сталість купівельної спроможності грошей;
- задоволення потреб платоспроможного попиту грошовими знаками національної валюти;
- збалансованість структури грошової маси;
- надійність функціонування платіжних систем;
- довіру населення і СГ до НБУ та банківської системи тощо.

Наслідком стабільності грошового ринку є підтримка збалансованого розвитку економіки та низьких темпів інфляції. За результатами з'ясування

впливу активізації процентного каналу монетарного трансмісійного механізму на грошовому ринку України доцільно сформулювати напрями та рекомендації стосовно умов ефективного залучення інструментів монетарного регулювання процентних ставок у межах грошово-кредитної політики, здійснюваної НБУ, а також визначити перелік обґрунтованих вимог до інструментів такого регулювання.

При коригуванні процентної ставки варто брати до уваги наслідки, до яких може привести зниження обсягів кредитування економіки, тобто, що більш негативно вплине на економіку на тій або іншій фазі економічного циклу: інфляція чи зменшення кредитної експансії. За інших рівних умов у разі дієвого підвищення облікової ставки вартість рефінансування для комерційних банків дорожчає, наслідком чого є зростання вартості кредитів у країні.

У сучасній фінансово-економічній літературі досліджується багато передумов того, що грошово-кредитна політика може впливати на економічні показники країни в короткостроковий період [36; 220]. До них належать проблеми, пов'язані з неповною ринковою інформацією та недосконалою конкуренцією на ринку. Наслідки неповної інформації проаналізовані у відомій моделі Р. Лукаса [248], згідно з якою в умовах достатньої інформації зміна пропозиції грошової одиниці призводить до пропорційної зміни цін і фірми не мають стимулів до зміни вартості продукції. В умовах неповної інформації підприємства можуть помилково тлумачити зміни загального рівня цін як зміни цін своєї продукції відносно цін на продукцію конкурентів.

Також важливо враховувати потенційні ефекти зміни цін на фінансові активи (нерухомість, облігації, акції, валютний курс) для попередження ймовірних фінансових дисбалансів. Зокрема, традиційний механізм дії процентного каналу за поточної необхідності забезпечення стабільності на грошовому ринку є підстави представити таким чином: якщо метою НБУ виступає проведення грошово-кредитної політики обмеження для зменшення грошової маси та послідовного стримування інфляції, то може спостерігатися дорожчання рефінансування кредитних організацій (як наслідок збільшення процентної ставки) і, відповідно, зниження їх кредитного потенціалу. Дієвість такої політики забезпечується за певних умов (рис. 2.17).



Рис. 2.17. Відображення умов дієвого залучення інструментів монетарного регулювання процентних ставок НБУ
Джерело: розроблено автором

Відносна стабільність регульованих ставок на грошовому ринку України може бути забезпечена через регуляторні дії НБУ, враховуючи такі характеристики використовуваних інструментів:

- значний масштаб операцій НБУ на відкритому ринку (кредитні і депозитні тендери), що використовуються як основний інструмент оперативного регулювання грошового ринку;
- вузький діапазон значень «коридору» процентних ставок НБУ.

Операційні інструменти регулювання процентної ставки грошово-кредитної політики НБУ, якими є види і рівні процентних ставок, частота і рівень зміни величини процентних ставок, періодичність виплати процентного доходу, повинні відповідати основним вимогам:

- бути пов'язаними зі стратегією та цілями грошово-кредитної політики НБУ;
- забезпечувати дієву комунікацію між НБУ і ринком;
- бути дієвими в стабілізації цін та грошового ринку;
- відповідати принципами економіки вільного ринку і сприяти ефективному перерозподілу грошових ресурсів на ринку;
- застосування операційних інструментів має бути максимально простим і прозорим.

Беручи до уваги досвід багатьох країн, можна стверджувати, що монетарна влада при реалізації політики бере до уваги також коротко- і середньотермінові зміни кон'юнктури. Визнається істотна роль цієї політики в пом'якшенні розбалансування економіки, спричиненого змінами цін на товари, послуги та ресурси (у тому числі трудові).

Ієрархія цілей, де стабільність цін є головною метою, а підтримка купівельної спроможності національної валюти та забезпечення ефективності, безпеки й надійності банківської й платіжної систем – другорядними, обумовлена таким [260; 279]:

- зміна кількості грошових одиниць на ринку призводить у довгостроковому періоді до змін загального рівня цін, але не має впливу на реальні змінні, такі як виробництво чи працевлаштування;

- інфляція є монетарним явищем: періоди високої інфляції, що продовжуються, зазвичай пов'язуються з високим рівнем зростання пропозиції грошової одиниці, тоді як інші чинники впливають на ціни в короткостроковому періоді, а у довгостроковому – можуть нейтралізуватися через зміни грошової політики;

- в довгостроковому періоді ЦБ може вдаватися до погашення економічного зростання виключно через стабілізацію цін.

Тому стабільність цін, купівельну спроможність національної валюти, безпеку та надійність платіжної системи є підстави вважати індикаторами, що характеризують діяльність суб'єктів на грошовому ринку і на які має можливість санкціоновано впливати НБУ, через інструментарій монетарного регулювання, забезпечуючи, таким чином, стабільність грошового ринку та, як наслідок, – макроекономічну стабільність України.

НБУ в кінці 2016 року перейшов до режиму IT [27], використовуючи для цього зміну базової облікової ставки рефінансування. Її підвищення зменшує доступність кредитних коштів для споживачів, стримуючи їх купівельну спроможність, попит і, відповідно, зростання цін, дозволяє банкам збільшувати депозитні відсотки і залучати під них більше засобів, що також послабляє активність споживчих витрат. Так, на початку березня 2015 року, долаючи девальвацію, НБУ різко підвищив ставку рефінансування з 19,5 % до 30 %, тим самим підвищуючи позиковий ресурс для банків і обмежуючи їх можливості при купівлі іноземної валюти. В кінці серпня – на початку вересня, на фоні тривалої стабілізації курсу гривні, ставку було знову знижено – до 22 %, у 2016 році НБУ ще кілька разів знижував облікову ставку (на кінець грудня 2016 року її величина – 14 %) [179].

У зв'язку з цим в економічних дослідженнях [234; 235; 271; 285] підкреслюється значення ефективних і чітко визначених інструментів грошово-кредитної політики для успішності режиму IT. Фахівці МВФ відзначають важливість мінімізації ступеня доларизації внутрішньої фінансової системи для посилення ефективності грошово-кредитної політики і поступового переходу до повноцінних режимів IT [244].

Формування грошово-кредитної політики повинно здійснюватися на основі системи макроекономічного прогнозування й аналізу економічної політики, а також інших систем, що дозволяють використовувати сучасні методи аналізу і прогнозування. При розробці і реалізації грошово-кредитної політики варто брати до уваги результати моніторингу фінансової стабільності.

При здійсненні грошово-кредитної політики НБУ взаємодіє з Урядом. В межах такої взаємодії НБУ братиме участь у розробці спільних заяв про економічну політику, прогнозів соціально-економічного розвитку країни, інших спільних документів, що стосуються питань грошово-кредитної політики та регулювання грошового ринку. Для забезпечення узгодженості грошово-кредитної, бюджетно-фіскальної політики НБУ має взаємодіяти з Міністерством фінансів України у рамках Міжвідомчої координаційної ради.

Таким чином, активізація впливу процентного каналу монетарного трансмісійного механізму на стабілізацію вітчизняного грошового ринку передбачає активне використання ринкових методів й інструментів монетарного регулювання процентних ставок, а також сучасних організаційно-методичних основ формування об'єктивної й адекватної грошово-кредитної політики. Основою, вихідним етапом для формування комплексу системних дій у напрямі вирішення проблем грошового ринку, має стати вибір мети й об'єкта грошово-кредитної політики, з відповідним інструментарієм і методами механізму монетарного регулювання процентної ставки на грошовому ринку. Натомість головним орієнтиром розвитку такого інструментарію та методів є забезпечення стабільності грошового ринку.

Висновки до розділу 2

За результатами аналізу процентної політики НБУ та інструментарію системи монетарного регулювання процентних ставок, факторного аналізу зміни процентних ставок на грошовому ринку України, оцінювання впливу активізації процентного каналу монетарного трансмісійного механізму на стабілізацію вітчизняного грошового ринку нами:

1. Виокремлено етапи становлення та розвитку процентної політики в Україні. Визначено недоліки регулювання процентної ставки в Україні: під час встановлення процентних ставок порушується правило Тейлора; процентний «коридор» в Україні є надто широкий та спричиняє значну волатильність процентних ставок, і, як наслідок, політика НБУ є недостатньо прозорою та передбачуваною; зміна облікової ставки в Україні відбувається у зв'язку з покращенням чи погіршенням ситуації в економіці, а не навпаки для боротьби зі «ситуацією», як це відбувається в економічно розвинених країнах; облікова ставка в Україні має лише декларативний характер, тобто порушується роль облікової ставки як головного орієнтира монетарної політики держави.

2. Доведено, що, регулюючи лише величину облікової ставки, НБУ не в змозі одночасно забезпечити цінову, фінансову та макроекономічну стабільність. Визначено потребу орієнтуватися на конкретні, обґрунтовані цілі монетарної політики, які дозволятимуть забезпечити найбільш важливі напрямки розвитку економіки за конкретних умов країни, де застосовується інструментарій монетарного регулювання процентних ставок грошового ринку.

3. Проведено факторний аналіз зміни процентних ставок на грошовому ринку, виявлено та досліджено фактори, які впливають на зміну процентних ставок на грошовому ринку України (облікової ставки НБУ). На основі застосування тесту Грейнджера на причинність (Granger causality test) побудовано логічно-структурні схеми причинно-наслідкових зв'язків між обліковою ставкою НБУ та макроекономічними змінними-факторами, охарактеризовано реконфігурацію певних факторів під впливом макроекономічних змін кризового періоду за останні роки.

4. Згруповано орієнтири впливу активізації монетарного регулювання процентних ставок, які відповідають означеним критеріям. Сформульовані критерії та орієнтири дають змогу виділити показники активізації грошово-кредитної політики на макrorівні. З'ясовано вплив процентного каналу монетарного трансмісійного механізму на стабілізацію вітчизняного грошового ринку, виокремлено проблеми, сформульовано передумови розвитку грошового ринку в Україні та застосування інструментарію монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку, сформовано вимоги до інструментів монетарного регулювання процентних ставок (облікової ставки) в межах грошово-кредитної політики НБУ.

5. Встановлено, що перехід НБУ до політики ІТ відображає перехід до активного використання ринкових методів й інструментів монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку. Вихідним етапом для формування комплексу системних дій у напрямку вирішення проблем грошового ринку, що перешкоджають забезпеченню його стабілізації та забезпеченню дієвості процентного каналу монетарного механізму, має стати вибір мети й об'єкта грошово-кредитної політики, що зумовлює надалі вибір відповідних інструментів і методів у межах механізму регулювання процентної ставки грошового ринку.

Основні наукові результати розділу опубліковані в працях: [131; 133; 134; 135; 137; 140; 267].

РОЗДІЛ 3.

ПЕРСПЕКТИВИ РОЗВИТКУ СИСТЕМИ МОНЕТАРНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ПРОЦЕНТНИХ СТАВОК НА ГРОШОВОМУ РИНКУ УКРАЇНИ

3.1. Світовий досвід монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку та можливості його використання в Україні

Високий рівень теоретичної розробленості теорії та значний практичний досвід реалізації монетарної політики [36; 40; 86; 197] вказує на неможливість застосування єдиного алгоритму для всіх країн, здатного забезпечити, через інструментарій регулювання процентних ставок, стабільність грошового ринку, ефективний вплив на реальний сектор економіки, усунення наслідків системних фінансових криз. Зважаючи на полеміку між вченими-економістами щодо можливостей та ефективності застосування процентної політики [35; 100; 183; 189; 194; 197], вона залишається одним із найвпливовіших інструментів грошово-кредитного регулювання, за допомогою якої ЦБ здатен впливати на досягнення встановлених економічних цілей.

Водночас, незважаючи на спільність проблем, інструментарій монетарного регулювання процентних ставок сучасного грошового ринку і розвитку національних фінансових систем в окремих країнах може бути різним. Наслідки світової фінансово-економічної кризи 2008 року, які вплинули на розвиток банківської системи, національного господарства та всі аспекти економічного життя суспільства, а також складної військово-політичної ситуації в нашій державі, поставили у ряд пріоритетних проблему адекватного реагування НБУ на виклики і загрози глобалізаційних процесів. Саме тому важливим є дослідження світового досвіду монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку центральними банками провідних країн світу, а також країн, які знаходились у подібній до України економіко-

політичній ситуації, для оцінки перспектив його застосування у вітчизняній практиці реалізації процентної політики.

З огляду на це проаналізуємо світову практику монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку та перспективи його використання в Україні, зважаючи на специфіку вітчизняного грошового ринку, інструментарій діяльності НБУ, тенденції розвитку реального сектора економіки.

У державах ЄС, США, Канаді, Японії, інших країнах систематично публікуються дослідження, присвячені проблемам монетарного регулювання, трансмісійному механізму, аналізу наслідків діяльності ЦБ. Основним предметом багатьох із них є ті складові трансмісійного механізму, які забезпечують зв'язок між процентними ставками, інфляцією, сукупним попитом, зайнятістю та економічним зростанням. Майже всі економетричні та оптимізаційні моделі монетарного регулювання включають як один із ключових параметрів процентну ставку [189].

ЦБ економічно розвинених країн світу використовують значну кількість методів для досягнення цілей монетарної політики. Категорію «монетарний режим» ввів у науковий обіг англійський економіст-науковець А. Лейонгуфвуд, що визначив монетарний режим як систему очікувань, що обумовлює поведінку суспільства, та послідовний характер поведінки монетарної влади, яка підтримує ці очікування [247, с. 135]. Монетарний режим також можна визначити як систему інституцій і механізмів, які покликані забезпечити досягнення цілей монетарної політики шляхом генерації очікувань суспільства стосовно дій суб'єктів монетарної влади та останніх стосовно реакції суспільства на їхні дії. Впливаючи на рівень процентних ставок, ЦБ чинять певний вплив на притік або відтік капіталів і тим самим на валютний курс.

А. Лейонгуфвудом визначено два типи монетарних режимів:

- конституційні, за яких правові норми накладають обмеження на зростання грошової маси;

- дискреційні, за яких не існує обмежень, характерних для конституційних режимів, і відповідні рішення приймає монетарна влада.

Основною метою ЦБ, досягнення якої дає змогу проводити антициклічну монетарну політику та забезпечувати високий рівень зайнятості, у світовій практиці традиційно вважається підтримка стабільності загального рівня цін в економіці [145; 156; 187].

Цілі політики монетарного регулювання мають певні особливості залежно від країни [24; 201], зокрема:

- стабільність цін із правом забороняти уряду дії, які не забезпечують таку стабільність (у Німеччині та на Філіппінах);

- стабільність цін без права накладати вето на рішення уряду (в Нідерландах, Фінляндії, Греції, Замбії);

- забезпечення цінової стабільності та інші цілі, що не суперечать забезпеченню цінової стабільності, зокрема, стабільності банківської системи (у Гані, Таїланді, Нігерії, на Тайвані);

- цінова стабільність та інші цілі, які можуть їй суперечити, зокрема стимулювання зайнятості (в США, Уганді, Танзанії, Панамі, Перу, Пакистані, Ізраїлі).

Режими монетарної політики у сучасному розумінні використовуються в монетарному регулюванні з початку 70-х років ХХ ст. У другій половині ХХ ст. антиінфляційна політика стала основним пріоритетом діяльності ЦБ більшості країн. Було вироблено методи монетарної політики, які базувалися на принципах підзвітності ЦБ суспільству, прозорості його політики і передбачали використання чітко структурованої системи цільових орієнтирів монетарної політики.

Особливості систем процентних ставок різних країн зумовлені багатьма чинниками, зокрема цілями та стратегією грошово-кредитної (монетарної) політики, інституційною структурою та рівнем розвитку грошового ринку. Традиційними монетарними інструментами ЦБ у економічно розвинутих країнах є [90, с. 300-310]:

- облікова ставка у процесі рефінансування комерційних банків;
- операції з цінними паперами (операції на відкритому ринку);
- формування централізованих ресурсів кредитної системи (обов'язкових резервів).

У світі сформувалася система монетарного регулювання, в межах якої для досягнення основної довготермінової мети монетарної політики офіційно оголошується проміжний цільовий орієнтир (номінальний якір). Номінальний якір відображає орієнтацію влади на досягнення певної змінної номінальної мети (таргет, target – (англ.) мета), найбільш застосованими є наступні варіанти використання номінального якоря:

- динаміка грошової маси (монетарний якір, монетарне таргетування);
- показник інфляції (інфляційний якір, ІТ);
- фіксація або прив'язка ціни національної грошової одиниці, вираженої в іноземній грошовій одиниці (таргетування обмінного курсу);
- грошове таргетування: проміжною метою є грошово-кредитні агрегати;
- таргетування номінального доходу (як проміжна мета – приріст номінального ВВП).

Нині ефективним монетарним режимом, що використовується в економічно розвинутих країнах (у класичному вигляді застосовується лише в 26 країнах), є ІТ. Значних позитивних результатів використання ІТ було досягнуто в країнах, що розвиваються, з відносно низьким рівнем ВВП на одну особу населення, які успішно використали переваги такого режиму, підвищили довіру суспільства до економічної й монетарної влади, пришвидшили реформи, досягли низької інфляції та сталих темпів економічного зростання. За 17 років дії режиму ІТ жодна з держав, яка його ввела, не відмовилася від нього. Лише Іспанія та Фінляндія зі входженням до зони євро формально скасували цей режим (ЦБ економічно розвинутих країн Євросоюзу, Японії, Швейцарії та Федеральної резервної системи (далі – ФРС) США використовують лише окремі його елементи). В умовах цього режиму економічно розвинуті країни підтримують інфляцію на цільовому рівні або у межах встановленого

діапазону: 1-3%, а в країнах, що розвиваються, - на рівні 3-6%. Основними елементами такого режиму є [163]:

- визначення ЦБ стабільності цін як головної цілі монетарної політики й встановлення чітких кількісних показників інфляції;
- високий рівень операційної незалежності ЦБ за умови його підзвітності щодо досягнення встановлених цільових показників інфляції;
- проведення монетарної політики на основі оцінки інфляційного тиску та інфляційних очікувань.

Проте контроль за інфляцією не є самоціллю монетарної політики, цінова стабільність важлива лише в аспекті забезпечення прискорення темпів економічного зростання, підвищення добробуту населення, зниження безробіття.

Проведення політики ІТ припускає традиційний для монетаризму набір грошово-кредитних засобів у забезпеченні стабілізації економіки з особливим акцентом на використанні короткострокової процентної ставки рефінансування. Щоправда, це не виключає застосування проміжних або додаткових монетарних інструментів контролю заданої величини вибраного грошового агрегату (наприклад, за М2 або М3). При досягненні значення процентної ставки рефінансування, близького до нуля, припускається використання нетрадиційних стабілізаційних заходів у вигляді політики кількісного пом'якшення. Подібний стабілізаційний ресурс активно задіяний у США, Японії й Великобританії [242; 276].

З 2000-х років поступово запроваджують окремі елементи режиму ІТ у країнах, що розвиваються, проте наявність рівня інфляції понад (7-8 %) істотно гальмує перехід до цього монетарного режиму. Запровадження ІТ як ефективного методу забезпечення стабільності цін має важливе значення для України.

У режимі антикризових заходів (подібних до тих, що є наслідком впливу світової економічної кризи 2008 року) можливе тимчасове підвищення цільового орієнтира інфляції й використання заходів із послаблення обмінного

курсу національної валюти для додаткового стимулювання експорту. Важливим є те, що для забезпечення «чистоти» застосування ІТ додаткові заходи не повинні виходити за межі фінансової сфери.

У таблиці К.1 додатку К зведено дані про поточні значення процентних ставок ЦБ країн світу, в таблиці 3.1 – про процентні ставки деяких країн світу, в т.ч. України.

Проаналізуємо динаміку зміни рівня процентних ставок у деяких країнах світу, виокремивши для аналізу країни з найбільш показовим та таким, що відрізняє їх від інших, досвідом монетарної політики, або – найвищим рівнем економічного розвитку. Так:

- США є лідером світової економіки з найпотужнішою фінансовою системою та грошовим ринком;

- Велика Британія, країни Єврозони – лідери економіки, країни, на діяльність яких, у тому числі в фінансовій сфері, орієнтується Україна у процесі євроінтеграції (підписавши угоду про Асоціацію з ЄС);

- Японія є не лише одним із економічних лідерів світу, але цікава тим, що практикує нульову процентну ставку грошового ринку протягом довгого періоду (з 2010 року);

- Швейцарія – економічно розвинена країна Європи, що застосовує від'ємну ставку грошового ринку;

- Китай – один із лідерів світової економіки та лідер за економічним зростанням серед провідних країн світу за чисельністю населення та за рівнем розвитку економіки (водночас рівень ВВП на особу в Китаї значно поступається рівневі провідних економічно розвинутих країн світу);

- Польща – західний сусід України, країна, досвід фінансово-економічної інтеграції з Європою якої здатен допомогти у процесі євроінтеграції України, цікава також тим, що, перебуваючи в ЄС, залишила свою валюту – злотий, та практикує власну монетарну політику (хоча й узгоджену з ЄС), що може розглядатися перспективним варіантом-зразком поступу в процесі євроінтеграції фінансової системи України;

Таблиця 3.1

**Рівні процентних ставок ЦБ деяких країн світу, %
(станом на вересень 2016 року)**

№ 3/п	Країна	Поточний рівень процентної ставки	Попередній рівень процентної ставки	Найвищий зафіксований рівень	Найнижчий зафіксований рівень
1	2	3	4	5	6
1	Аргентина	26,75	27,75	1390,00	1,20
2	Венесуела	22,49	22,48	83,73	12,79
3	Білорусь	18,00	20,00	480,00	10,00
4	Україна	15,00	15,50	300,00	6,50
5	Бразилія	12,25	13,00	45,00	7,25
6	Казахстан	11,00	12,00	300,00	5,50
7	Росія	10,00	10,50	17,00	5,00
8	Молдова	9,00	9,00	21,00	3,50
9	Туреччина	8,00	8,00	500,00	4,50
10	Грузія	6,50	6,90	12,00	3,75
11	Китай	4,35	4,60	10,98	4,60
12	Румунія	1,75	1,75	12,50	1,75
13	Австралія	1,55	1,50	17,50	2,00
14	Польща	1,50	1,50	24,00	1,50
15	Південна Корея	1,25	1,50	5,25	1,50
16	Угорщина	0,90	1,05	28,00	1,35
17	Сполучені Штати Америки	0,75	0,50	20,00	0,25
18	Норвегія	0,50	0,50	11,00	0,75
19	Канада	0,50	0,50	16,00	0,25
20	Гонконг	0,50	0,50	8,00	0,50
21	Сінгапур	0,49	0,23	20,00	-0,75
22	Об'єднане Королівство Великобританії та Північної Ірландії	0,25	0,25	17,00	0,25
23	Ізраїль	0,10	0,10	17,00	0,10
24	Зона євро	0,00	0,00	4,75	0,05
25	Болгарія	0,00	0,00	5,77	0,01
26	Японія	-0,10	-0,10	9,00	-0,10
27	Швеція	-0,50	-0,50	8,91	-0,50
28	Данія	-0,65	-0,75	15,00	-0,75
29	Швейцарія	-0,75	-0,75	3,50	-0,75

Джерело: розроблено автором за [242].

- Білорусь, Російська Федерація, Грузія, а також власне Україна (в контексті динаміки показника облікової ставки НБУ з показниками цих країн) – країни – близькі до України не лише географічно, але й такі, що мають спільну історію перебування у складі СРСР, де спостерігаються структурні проблеми

нерозвиненості грошово-кредитної системи, інерційний характер розвитку, ресурсна орієнтація економіки та/або орієнтація на використання морально та фізично застарілої виробничої бази економіки.

Отже, аналіз динаміки рівнів процентних ставок у контексті конкретної охарактеризованої вище практики встановлення та регулювання цих ставок в окремих країнах, регіонах, пропонується представити у двох блоках:

Блок 1 – країни-економічні лідери з певними типовими особливостями монетарного регулювання (США, Велика Британія, Японія, Китай, Швейцарія).

Блок 2 – країни, які близькі до України відносно рівня розвитку фінансової системи, або, які у випадку Польщі можуть слугувати зразком для наслідування в процесі євроінтеграції, для яких характерні типові проблеми та існує потенціал виявлення конкретних способів їх вирішення на прикладі окремих країн.

Блок 1.

Так, у результаті реалізації антикризової політики як реакції на світову економічну кризу 2008 року в провідних країнах світу відбулося зниження ставки рефінансування до рекордних значень, близьких до нуля (у США – 0,25% з грудня 2008 р. і до вересня 2015 р., див. табл. 3.1, рис. 3.1), проте це не призвело до швидкого виходу економіки у фазу стійкого росту. Водночас, у стандартній ситуації реальний ефект в економіці від зниження процентної ставки починав позначатися в попередні періоди приблизно за 9 місяців.

ФРС через політику регулювання по відношенню до банківських інституцій, а також платіжної системи зміцнює стійкість фінансової системи до системного ризику таким чином, що у ситуації, коли фіксуються небезпечні для стабільності ринку явища, ФРС може пом'якшувати їх вплив на фінансові ринки й економіку через агресивну і відкриту політику регулювання процентної ставки [254]. Основними інструментами політики регулювання процентних ставок у США є операції на відкритому ринку через угоди РЕПО; дисконтна політика; кредити та депозити овернайт; кількісне пом'якшення; перспективне орієнтування.

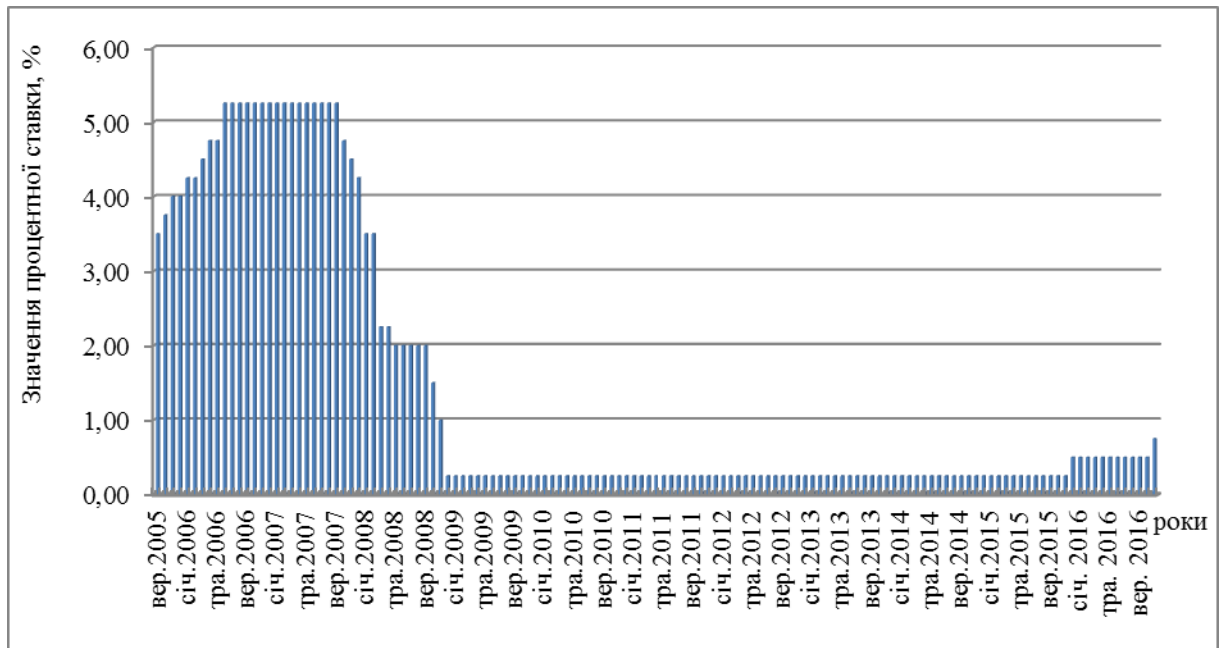


Рис. 3.1. Динаміка процентної ставки в США у 2006-2016 рр., %

Джерело: розроблено автором за [242].

Звернемо увагу на те, що, навіть критикуючи американську економічну та процентну політику, провідні науковці відзначають відмінність її проведення відносно подібної політики в ЄС [217; 223], пов'язану з тим, що стандартна версія монетаристської стабілізації в США, так само як і у Великобританії, реалізується в розширеній версії, шляхом включення норми безробіття як додаткового цільового орієнтира.

Зв'язок грошово-кредитної політики ФРС із підтримкою зайнятості обумовлений законодавчо закріпленою метою забезпечення збалансованого економічного зростання, на основі стабільності цін і максимально повної зайнятості. При цьому відповідно до закону про повну зайнятість і збалансоване економічне зростання (1978 р.) ФРС зобов'язана при встановленні ставки рефінансування і здійсненні спеціальних грошових програм (наприклад, кількісного пом'якшення) враховувати досягнення цільових параметрів за інфляцією та безробіттям. На цей період вони затверджені в розмірі не більше 2 % зростання за споживчою інфляцією і 6,5 % за безробіттям (2016 рік). Це означає, що не лише американський уряд, але і монетарна влада (ФРС) також відповідає за забезпечення економічного зростання у країні.

Якщо в докризовий період безробіття у США знижувалося до рівня 3,9% (жовтень 2000 р.), зростало до початку кризи в 2007 р. до 5,8 %, при довгостроковій нормі «природного безробіття» 5 %, то після світової фінансово-економічної кризи 2008 р. значення даного цільового показника для ФРС було підвищене до 6,5 %, до досягнення якого не розглядатиметься, зокрема, питання про підвищення базової процентної ставки. Так, в останні місяці у США обговорюються плани зі збільшення процентної ставки у зв'язку з тим, що рівень безробіття поступово та стабільно знижується (рис. 3.2).

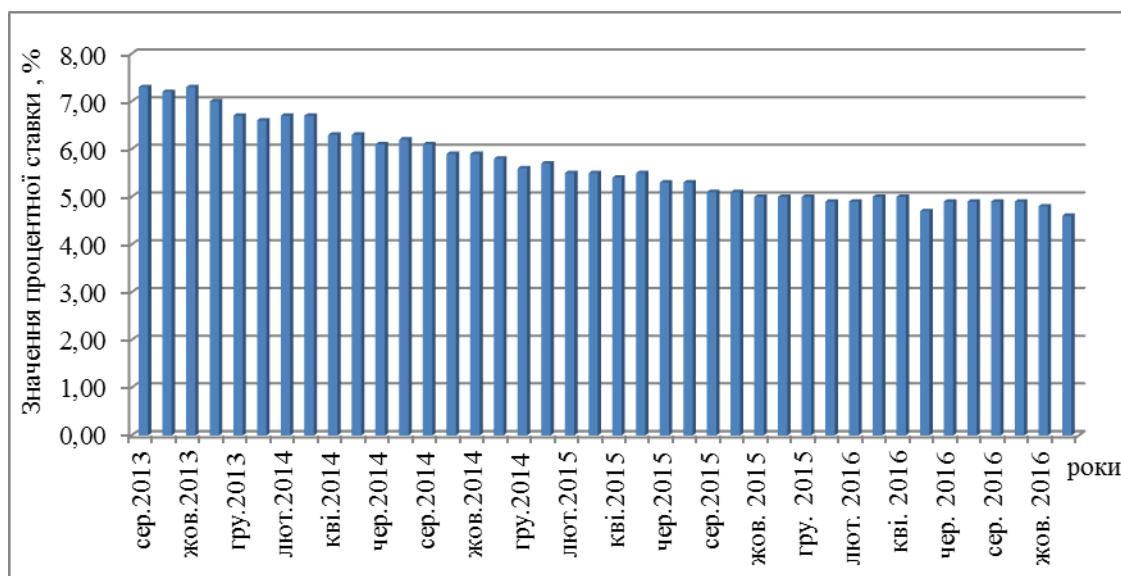


Рис. 3.2. Динаміка рівня безробіття в США у 2013-2016 рр.

Джерело: розроблено автором за [242].

І досяг у жовтні 2016 року рівня 4,6 % (рівня 6,3 %, що нижче індикативного рівня в 6,5 %, рівень безробіття сягнув ще у квітні 2014 р.), покращуються також інші макроекономічні чинники (ділова активність, ВВП, показники фондового ринку тощо).

Банк Англії як доповнюючий цільовий орієнтир, встановив норму безробіття 7% (процентні ставки відображено у динаміці на рис. 3.3), виходячи з того, що головною метою грошової політики Банку Англії є забезпечення стабільності валюти однаково в державному контексті, як і в співвідношенні до іноземних валют. Це дозволяє забезпечити умови для неінфляційного зростання економіки [242]. Основними інструментами політики регулювання

процентних ставок у Великій Британії є: процентна ставка за операціями РЕПО; кількісне пом'якшення (з 2009 р.); перспективне орієнтування (з 2014 р.).

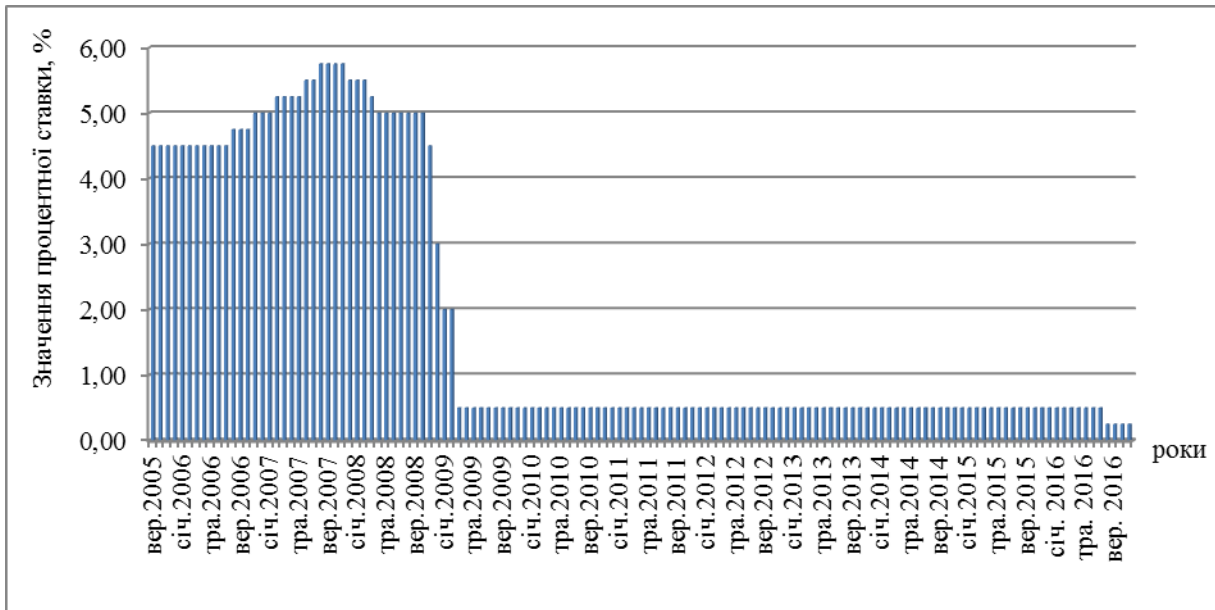


Рис. 3.3. Динаміка процентної ставки у Великій Британії в 2006-2016 рр.

Джерело: розроблено автором за [242].

Інфляційна мета Банку Англії встановлюється щорічно (на 2016 р. – 2%). Натомість до компетенції Банку Англії належать рішення у сфері керування процентною ставкою, – цю функцію він виконує, спираючись на оцінку ризиків та на основі рекомендацій Комітету фінансової стабільності (Financial Stability Committee – FSC).

Те, що ФРС США і Банк Англії у діяльності орієнтуються одночасно на стримування інфляції й підтримку зростання, потрібно розуміти як відступ від традиційно монетаристського трактування макроекономічної стабільності у вигляді цінової стабільності.

Таке розширене трактування економічної політики ЦБ містить більший стимулюючий потенціал, особливо у період відновлення після кризових явищ, що підтверджується порівняно більш високою ефективністю антикризових заходів в американській економіці. Тому подібний підхід доцільно було би використати у вітчизняній практиці регулювання процентної ставки грошового ринку, прив'язуючи можливості варіювання рівня процентної ставки до рівня безробіття в країні чи інших обґрунтованих макроекономічних показників.

У період активної фази світової фінансово-економічної кризи 2008 року і по 2016 р. (понад 9 років) гранично низькі процентні ставки залишаються в Єврозоні (табл. 3.1, рис. 3.4) – вони знизилися з більш ніж 4 % у 2008 році до рівня 0,00 %, але повноцінний вихід із кризи все ще не відбувся.

Головною метою монетарної політики ЄЦБ є утримання фінансової стабільності. ЄЦБ повинен також підтримувати загальну господарську політику євроспільноти, маючи на увазі сприяння досягненню цілей забезпечення високого рівня зайнятості, а також урівноважене неінфляційне економічне зростання [230; 231; 264].

ЄЦБ систематично контролює циклічні й структурні зміни, що відбуваються у банківському секторі й інших фінансових секторах зони євро, а також усього ЄС з метою ідентифікації порушень, а також оцінки витривалості фінансової системи.

Отже, система єдиного регулятора фінансового сектора у країнах ЄС стала переважаючою. При цьому спостерігається тенденція до посилення ролі ЦБ і створення єдиного регулятора саме на їх основі, що сприятиме забезпеченню стабільності грошового ринку.

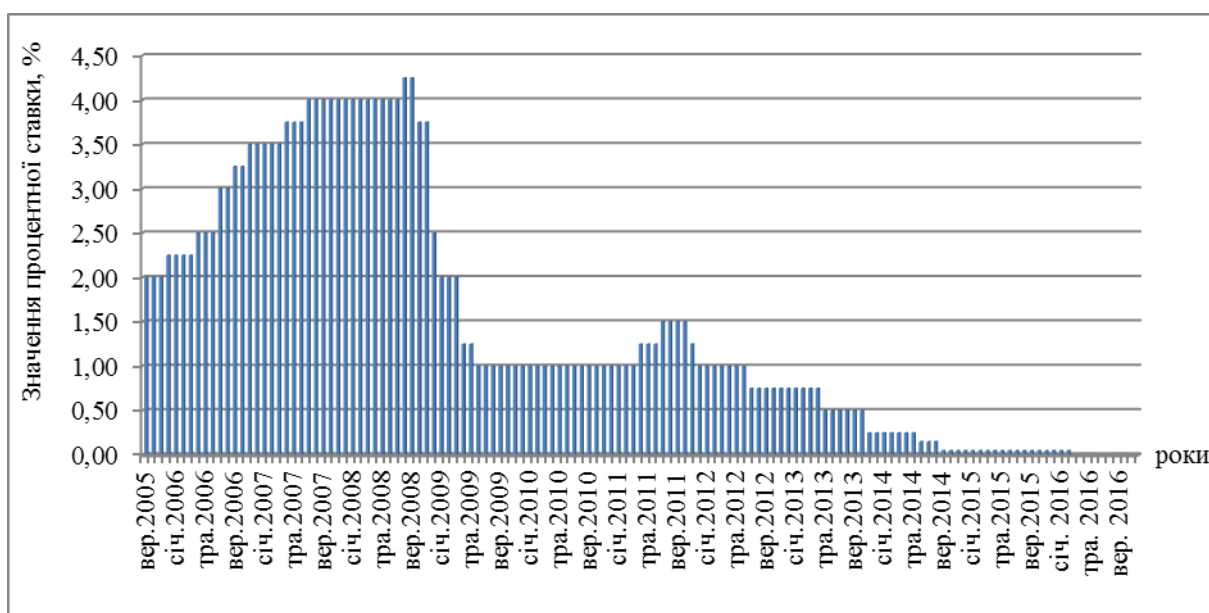


Рис. 3.4. Динаміка процентної ставки в країнах Єврозони у 2006-2016 рр.

Джерело: розроблено автором за [242].

ЄЦБ реалізує політику стабілізації у варіанті таргетування споживчої інфляції (з 1999 р.), обмежуючись використанням процентної ставки як головного інструменту в комбінації з контролем грошового агрегату М3. На сьогодні ця ставка визначає мінімальну процентну ставку, за якою банки можуть подавати свої заявки на участь у тендері з плаваючою ставкою. Основними інструментами політики регулювання процентних ставок в ЄС є: операції на відкритому ринку; резервні вимоги; коридор процентних ставок. ЄЦБ так само здійснює рефінансування банків на умовах надання їм кредитів овернайт. Процентна ставка за цими кредитами також офіційно встановлюється і є вищою за базову та є верхньою межею «коридору» короткострокових ставок міжбанківського ринку. Нижньою межею «коридору» процентних ставок є ще одна ставка, яку офіційно встановлює ЄЦБ, – ставка за депозитами овернайт, за якою банки можуть розмістити свої вільні кошти в національних центральних банках без обмежень [230].

Отже, ЄЦБ встановлює три ставки: центральну базову ставку, наближено до рівня якої через операції на відкритому ринку намагається утримувати процентні ставки на міжбанківському ринку, ставку за кредитами овернайт та ставку за депозитами овернайт, що формують «коридор» ставок, за межі якого ринкові ставки не виходять.

Такий вибір цільового орієнтира зумовлений значною різницею у рівні безробіття серед членів ЄС (від 27-27,4 % в Греції та Іспанії до 4,7-5,3 % в Австрії та Німеччині), що показує якісну різноманітність господарських можливостей країн і неоднакову міру їх стійкості. У цьому середовищі нереально встановити загальний цільовий орієнтир по безробіттю на всьому просторі ЄС, тому цільовий індикатор інфляції вважається єдиним прийнятним в якості базового орієнтира. Адже розриви в дефляторі й споживчій інфляції у країнах ЄС незрівнянно менші, ніж по безробіттю. В середньому по ЄС дефлятор коливається навколо рівня 1,5-1,6 %, а зростання споживчих цін не перевищує 1,7-2 % у рік.

Отже, антикризова політика, що проводиться, «завела» провідні країни в ситуацію так званої «ліквідної пастки» з небезпекою входження у фазу тривалої стагнації, про реальність якої свідчить приклад застійного розвитку Японії в першому десятилітті XXI ст. У цій країні по 2015 р., процентна ставка знаходиться на рівні 0 %, починаючи з середини 2010 р., а вже з 2016 р. знизилася до -0,10% (табл. 3.1, рис. 3.5). Приклад Японії цілком може стати для країн розвиненого капіталізму прикладом недостатньо ефективного впливу на реальний сектор економіки через інструментарій монетарного регулювання процентної ставки.

Кризу японської економіки у 90-х роках минулого століття пов'язують із недосконалістю монетарної політики, що була спрямована на підтримку державної промислової політики. Досвід Японії, де з початку 1990-х років запроваджено нульову номінальну процентну ставку, показав, що процентні ставки ЦБ не можуть знизитися нижче певного рівня, який дорівнює нулю. І робиться висновок, що процентна політика повинна стимулювати зростання економіки в цілому, сприяючи посиленню загальної конкуренції без надання переваг будь-яким суб'єктам підприємницької діяльності, у тому числі державним [194, с. 228].

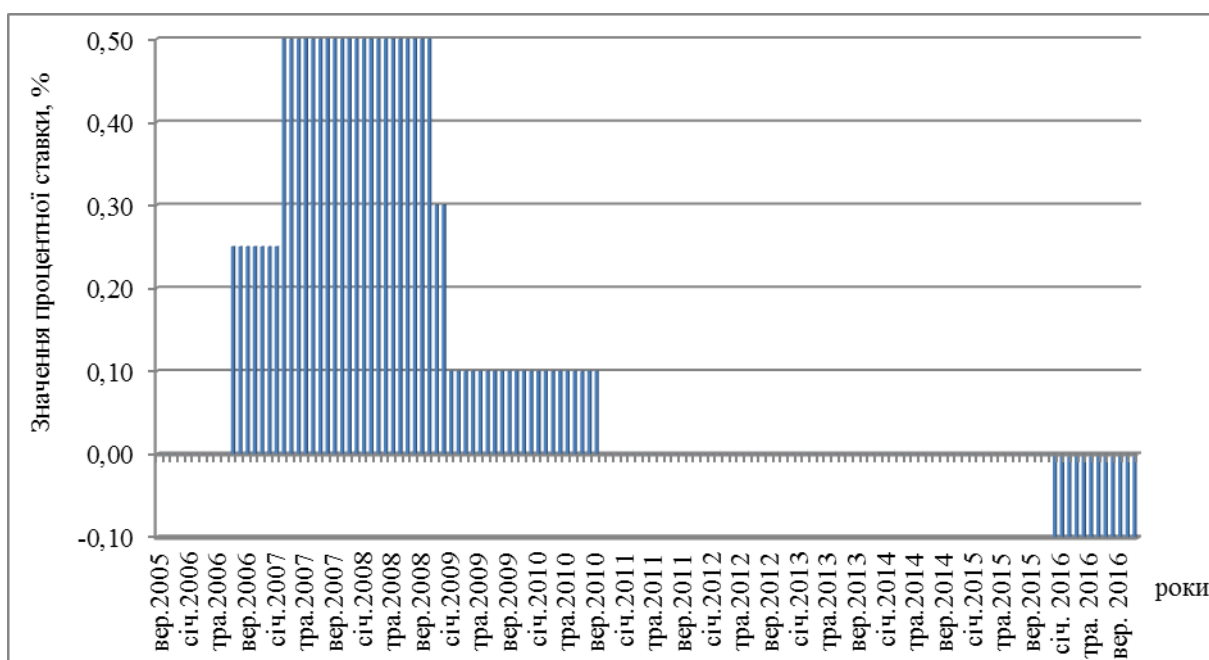


Рис. 3.5. Динаміка процентної ставки в Японії у 2006-2015 рр.

Джерело: розроблено автором за [242].

Проблема низьких процентних ставок тісно пов'язана з питанням ліквідності у вигляді бар'єра для досягнення ефективності регулювання процентних ставок грошового ринку в боротьбі з дефляцією. Увага до цього інструменту в останні роки призвела до рекордно низьких процентних ставок до недавнього часу в більшості промислово розвинених країн.

Після досягнення межі нульової процентної ставки ЦБ має мало можливостей у використанні традиційних інструментів грошово-кредитної політики, щоб протистояти тиску дефляції, з метою стабілізації економіки. Ключову роль у поточному рівні інфляції відіграє характер інфляційних очікувань. Так, реальна процентна ставка є різницею між номінальною процентною ставкою і рівнем інфляції, тобто з падінням номінальних процентних ставок і зниженням інфляції зменшується можливість для зниження реальних процентних ставок.

При досягненні нульової граничної номінальної ставки або стабільності цін досягнення негативних реальних процентних ставок нереальне. Тому, коли є дефляційні шоки, традиційний канал процентних ставок як механізм дії грошово-кредитної політики на реальний сектор економіки перестає функціонувати. Крім того, зниження інфляції і, отже, збільшення реальної процентної ставки, може спровокувати дефляційний цикл, що самопідсилюється. Тому в кожному окремому випадку доцільно аналізувати оперативні цілі, які є у практиці ЦБ, і розглядати інші, ніж процентний канал, інструменти грошово-кредитної політики як взаємопов'язані з регулюванням процентних ставок грошового ринку.

Швейцарський національний банк (далі – ШНБ) зобов'язаний проводити монетарну політику від імені Швейцарської конфедерації. Орієнтиром грошової політики ШНБ [230; 243; 256] є забезпечення цінової стабільності, а також економічне зростання, при цьому в разі конфлікту між цими двома цілями стабільність цін має пріоритет по відношенню до економічного зростання. Безпосередньою метою політики ШНБ є забезпечення стабільності

цін у середньо- і довгостроковій перспективі, що розуміється як утримання темпу інфляції на рівні 2%, для чого банк із 2000 року використовує інструментарій інфляційного таргетування при регулюванні процентної ставки грошового ринку.

Роль ШНБ у сприянні забезпеченню фінансової стабільності полягає в [232; 278]:

- аналізі змін, що відбуваються на фінансових ринках, а також у ринковій інфраструктурі, з урахуванням швейцарського банківського сектора і платіжної та розрахункової систем;

- підтримці фундаменту функціонування фінансової системи спільно з урядом Швейцарської конфедерації, а також відповідальною інституцією за нагляд у Швейцарії в створенні проектів реформ;

- допомозі у забезпеченні ліквідності банків через реалізацію функції позикодавця останньої інстанції (надання коштів під відповідний процент, визначений політикою регулювання процентної ставки грошового ринку);

- нагляді за системою платежів та розрахунків, що має значення для стабільності швейцарської фінансової системи.

Приклад Швейцарії цінний тим, що у країні ставка процента, встановленого ШНБ, на сьогодні є від'ємною (табл. 3.1, рис. 3.6). Це стало наслідком зниження процентної ставки в період кризи 2008 року (березень 2009 року) до рівня 0,25 % (на той момент ставка процента в Євросоні була навіть на меншому рівні – 0,1 %) і згодом, у серпні 2011 року, дану ставку встановили на рівні 0 %, та з січня 2015 року до цього часу (вересень 2016 р.) – на поточному рівні – 0,75 % (в країнах Євросоні на 2015 р. – 0,05 %, з 2016р. – 0,00 %).

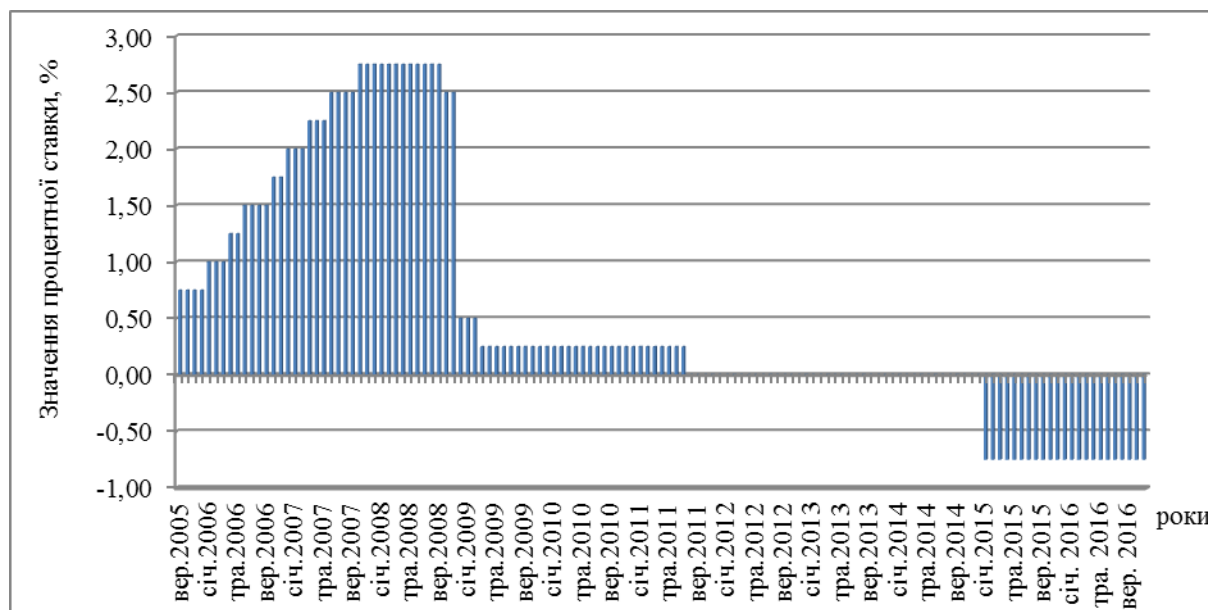


Рис. 3.6. Динаміка процентної ставки в Швейцарії у 2006-2016 рр.

Джерело: розроблено автором за [242].

Вказану тенденцію можна пояснити бажанням ШНБ контролювати курс місцевої валюти та бізнесу відносно євро та європейської економіки, яка суттєво впливає на швейцарську, зробити їх більш привабливими, конкурентоспроможними (доступними для цього у розпорядженні ШНБ методами). Варто зауважити, що подібну практику від'ємної процентної ставки ЦБ на даний момент (2016 р) використовують також Швеція (-0,50 %) та Данія (-0,65 %), які також взаємопов'язані з Єврозоною з її «дешевими грошима» та змушені реагувати на політику ЄЦБ саме таким чином.

Від'ємна процентна ставка в економічно розвинутих країнах використовується як інструмент боротьби з дефляцією, вона впливає на проценти, що банки платять за позики один у одного, в напрямку стимулювання їх зниження. Від'ємне значення процентної ставки може привести до того, що підприємствам вдасться брати позики під нижчі відсотки. Це, у свою чергу, може привести до зростання інвестицій, тобто до стимулювання внутрішньої економіки. Натомість зростання виробництва зазвичай запускає механізм збільшення інфляції, що коригує дефляційні процеси. Отже, ЄЦБ знизив процентні ставки до мінімального рівня для стимулювання економіки і як результат, національні банки Швейцарії, Швеції і

Дані були змушені почати «валютну війну», захищаючи свої економіки від надмірно зростаючого попиту на валюту цих країн, що, поряд зі зростанням потоку іноземних вкладень у банки, призвело до різкого зростання курсів франка і крони, знижуючи конкурентоспроможність місцевої промисловості.

Цікавим є досвід регулювання процентної ставки Народним банком Китаю (НБК). Динаміку показника відображено на рис. 3.7. Як і в економічно розвинених країнах Заходу, з метою підтримки зростання та конкурентоспроможності економіки країни (а на оперативному рівні – з метою утримання зростання цін шляхом застосування політики «дешевих грошей») у 2008-2009 році НБК знизив ставку з близько 7,5 до майже 5%. Проте реагуючи на постійне зростання цін на товари в 2011 році НБК змінив свою політику і перейшов до збільшення процентної ставки.

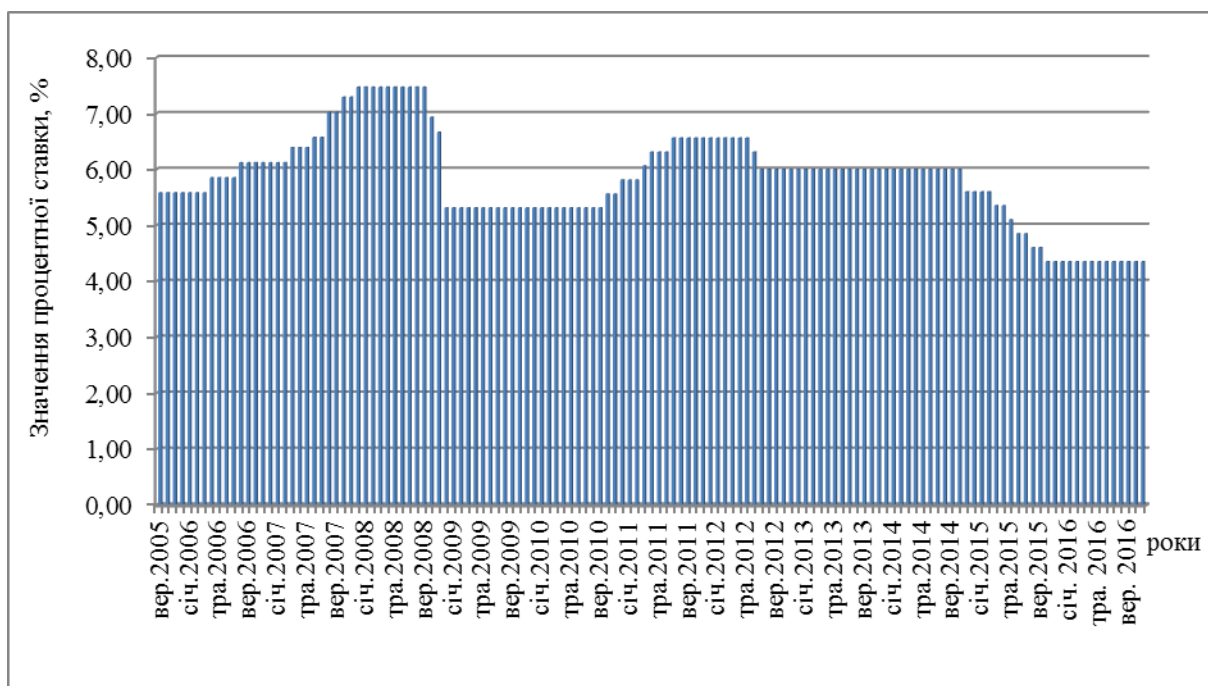


Рис. 3.7. Динаміка процентної ставки в Китаї у 2006-2015 рр.

Джерело: розроблено автором за [242]

Поряд із послідовним підвищенням процентних ставок, НБК частіше підвищував норму резервування депозитів фінансових структур. Таким чином Китай в умовах значної міжнародної ліквідності у країнах із розвинутою економікою заохочував надходження «гарячих грошей» («гарячі гроші» – це грошові кошти, великі маси спекулятивних короткострокових капіталів,

власники яких терміново переміщують їх із однієї сфери застосування або з однієї країни до іншої з метою уникнення наслідків інфляції або отримання більш високого прибутку, внаслідок чого відбувається міграція капіталів, виникає блукаючий капітал. Основним генератором «гарячих грошей» є економічна і політична нестабільність, інфляція, валютна криза [60].

Проте, якщо кількість «гарячих грошей» в економіці Китаю досягне певної межі, то негативних ефектів виявиться більше: «гарячі гроші» провокують небезпеку несподіваного переміщення; у періоди пожвавлення і підйому вони стимулюють економічний бум, при спаді – посилюють і загострюють кризові явища шляхом посилення інфляції, нестабільності платіжних балансів, коливань валютних курсів [60].

Надалі, у 2012 - на початку 2015 року ставка НБК стабілізувалася на рівні 6,04 %, але в 2015 році НБК переорієнтувався на політику «дешевих грошей» як реакцію на брак стимулів підтримання досить динамічного (близько 8 % на рік) економічного зростання Китаю ззовні.

Блок 2.

Основною метою Народного банку Польщі (далі – НБП) є стабільність польської грошової одиниці [263]. Завданням діяльності НБП є утримання стабільного рівня цін при одночасній підтримці економічної політики уряду, якщо це не суперечить основній меті. Від 1998 р. НБП застосовує стратегію ІТ. З початку 2004 р. інфляційна ціль складає 2,5% з можливістю симетричних відхилень +/- 1 процентний пункт. Стратегія грошової політики НБП реалізується в умовах вільного валютного курсу, при цьому допускається можливість інтервенції на валютному ринку в ситуації загрози інфляційній цілі. Процентні ставки НБП за останні 10 років показано на рис. 3.8.

Приклад даної країни викликає інтерес тим, що вона є членом ЄС, проте має власну валюту, та, на відміну від Швейцарії, на кінець 2015 р. має рівень процентної ставки, вищий за рівень в Єврозоні (відповідно 1,5 % порівняно з 0,05 %), процентна політика характеризується досить цікавою тенденцією: на відміну від Єврозони, після зниження в 2009 році ставки до рівня близько

3,75 % в 2011-2012 роках НБП підвищував процентну ставку до рівня 4,75 % в травні - вересні 2012 р. і далі поступово знижував до поточного рівня.

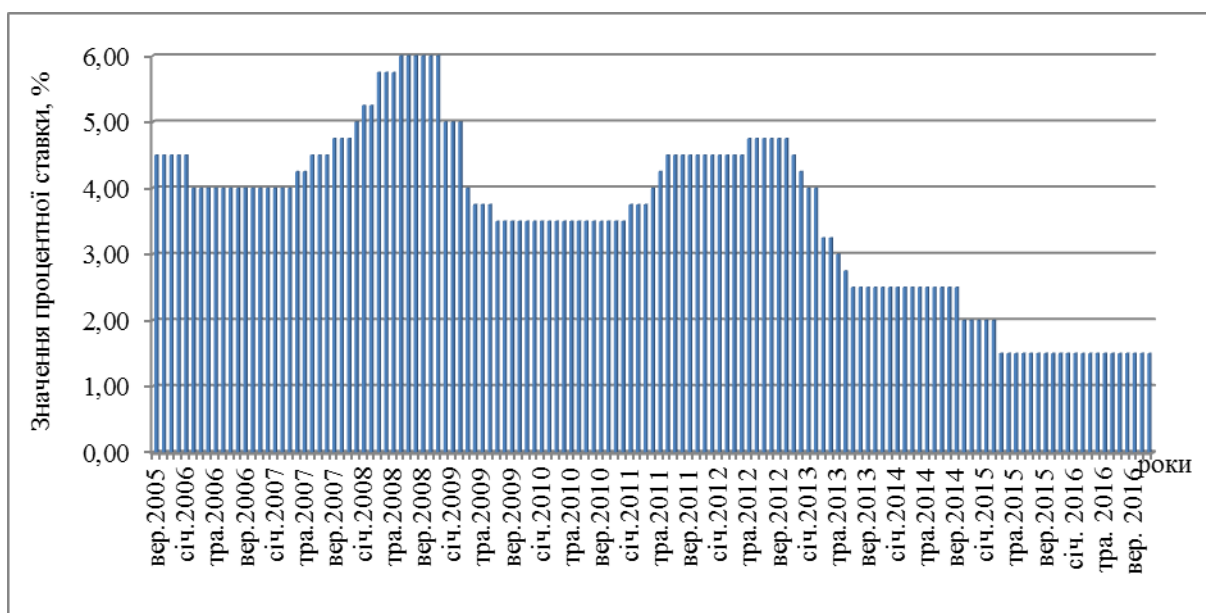


Рис. 3.8. Динаміка процентної ставки в Польщі у 2006-2016 рр.

Джерело: розроблено автором за [242].

Щодо країн, які розвиваються, монетарна політика макроекономічної стабілізації, націлена на зниження інфляції, триває вже більше 20 років і, на відміну від економічно розвинених країн, ґрунтується на утриманні у них дуже високих значень процентної ставки (зокрема, тут можна навести приклад України (рис. 1.10 пункту 1.3 дисертаційної роботи та на рис. 3.9), сусідніх із Україною країн колишнього СРСР – Білорусі (рис. 3.10), Росії (рис. 3.11), де спостерігаються структурні проблеми нерозвиненості грошово-кредитної системи, інерційний характер розвитку, ресурсна орієнтація економіки та/або орієнтація на використання морально та фізично застарілої виробничої бази економіки).

Для вказаних країн характерні відносно високі рівні процентних ставок, що в останні два роки суттєво зросли, через поглиблення системних криз в економіці.

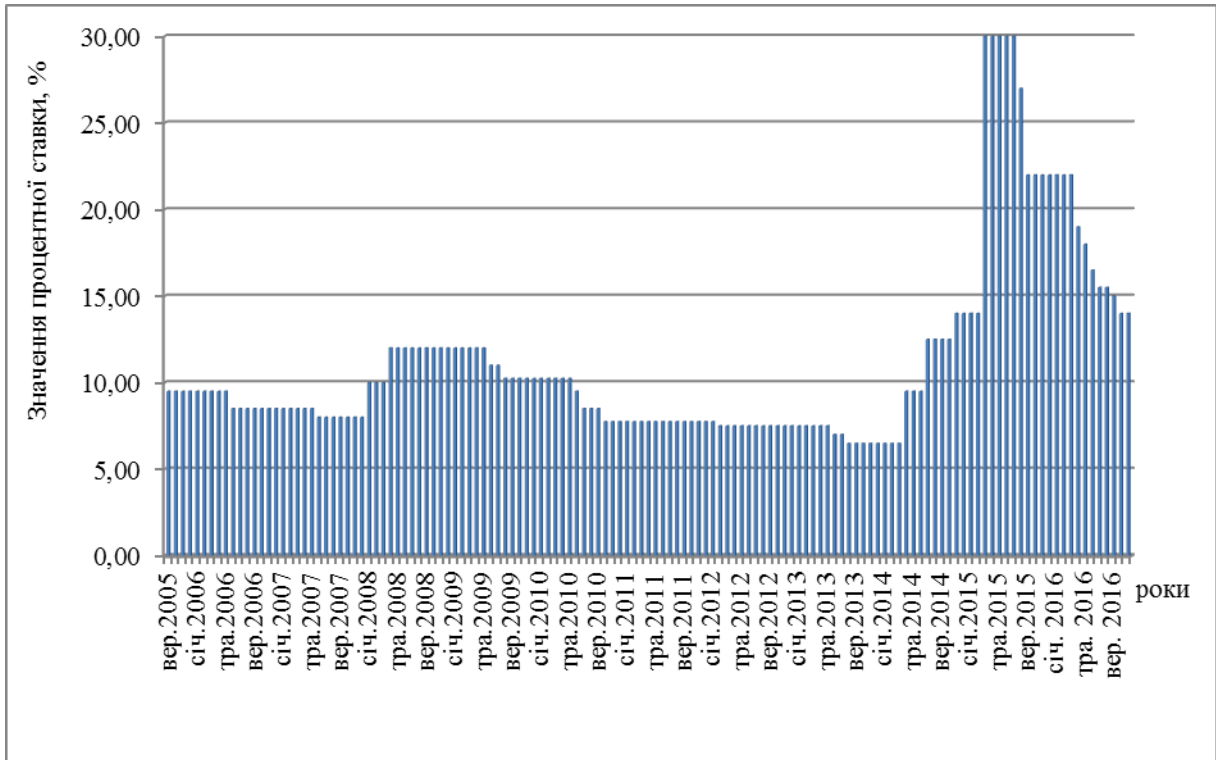


Рис. 3.9. Динаміка процентної ставки в Україні у 2006-2016 рр.

Джерело: розроблено автором за [242].

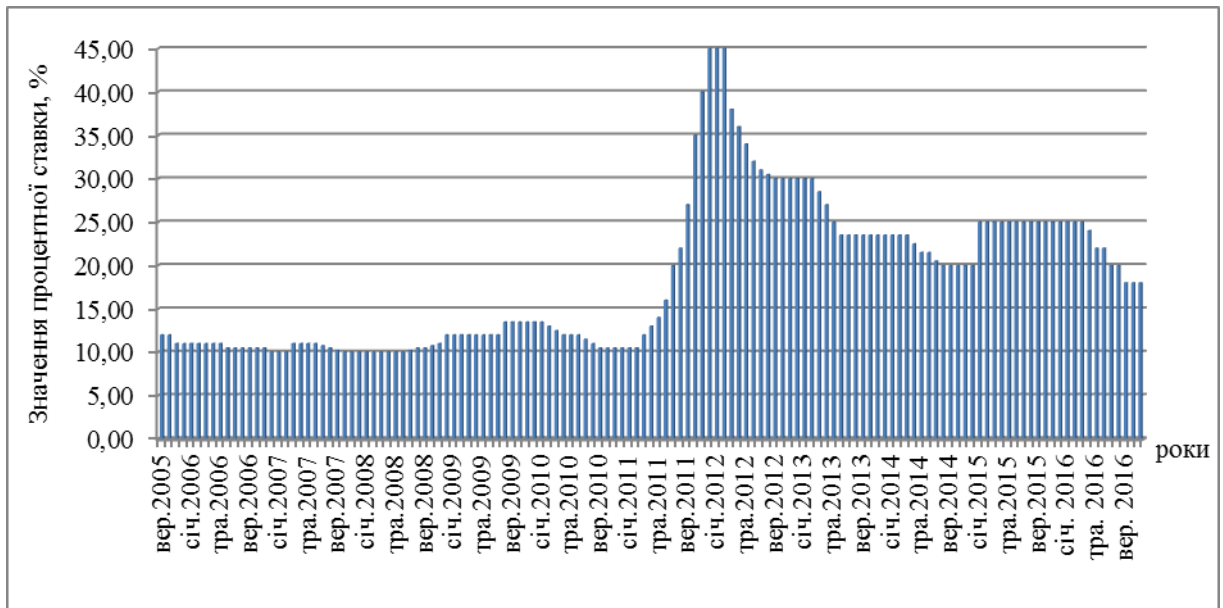


Рис. 3.10. Динаміка процентної ставки в Білорусі у 2006-2016 рр.

Джерело: розроблено автором за [242].

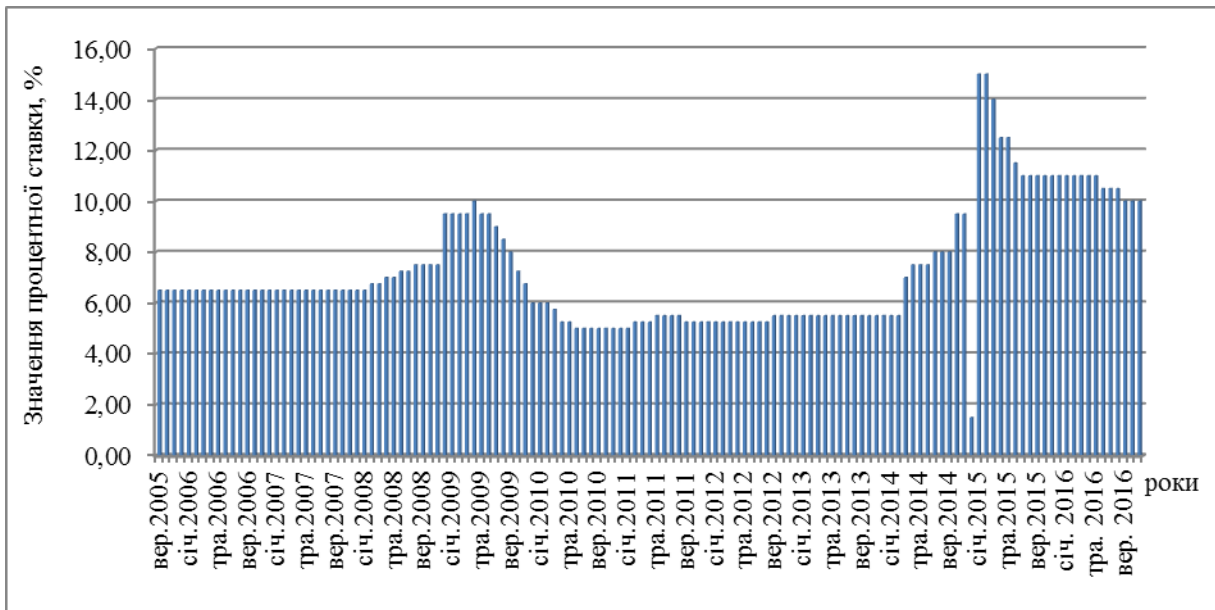


Рис. 3.11. Динаміка процентної ставки в Російській Федерації у 2006-2016 рр.

Джерело: розроблено автором на основі [242].

Також пострадянською країною, яка має значно нижчий, ніж в Україні, рівень процентної ставки ЦБ, є Грузія (рис. 3.12), у цій країні протягом аналізованого періоду рівень процентної ставки залишався в межах 3,75-12 %, зміна даного рівня у цілому була поступовою, без різких коливань. Спостерігалось поступове зниження ставок процента, починаючи з 2008 року (коли відбувався військовий конфлікт із Росією та починалася світова економічна криза).

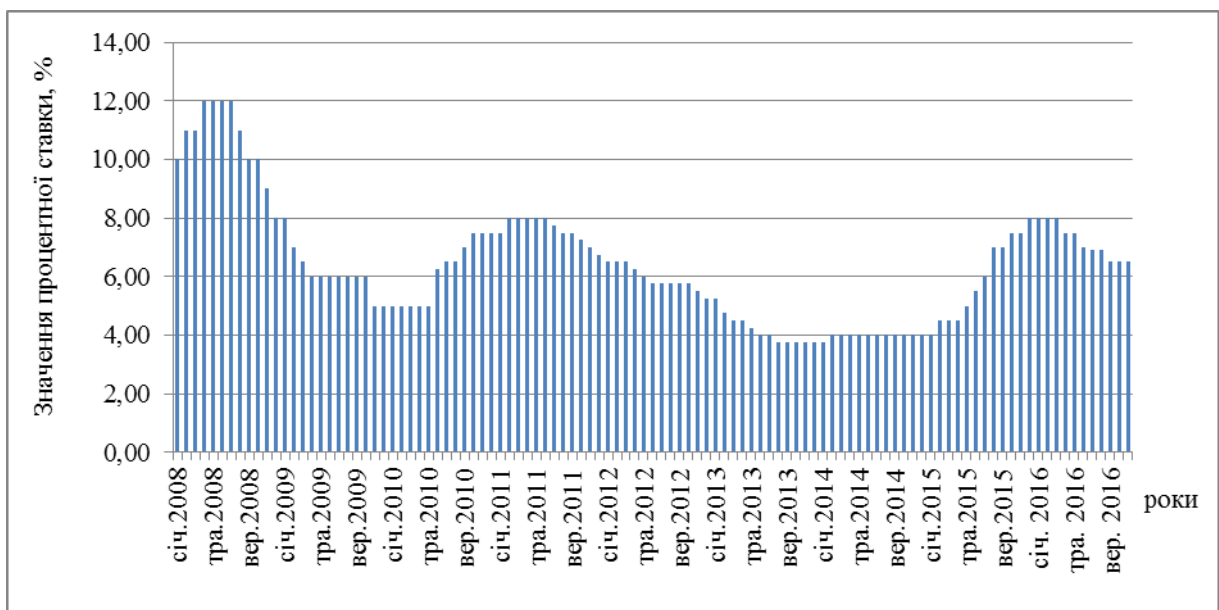


Рис. 3.12. Динаміка процентної ставки в Грузії у 2008-2016 рр.

Джерело: розроблено автором за [242].

Хоча висока процентна ставка і сприяє певному стримуванню інфляції (в Україні станом на вересень 2016 р. один із найвищих її рівнів у світі – 14% (див. табл. 3.1 та табл. К.1 додатку К)), але виявилася нездатною позбавити економіку від впливу світової кризи і його наслідків, а в посткризовий період продовжує негативно впливати на можливість сталого економічного зростання, створюючи небезпеку стагнації й навіть нової рецесії.

Отже, якщо розвинені країни як реакцію на фінансово-економічну кризу обирають політику «дешевих грошей» та суттєво знижують процентну ставку, стимулюючи використання ресурсів країни, то країни, що розвиваються та відчувають тиск внутрішньоекономічних структурних проблем, обирають шлях обмеження грошової маси та активності бізнесу через «дорогі гроші». Це є наслідком високої процентної ставки ЦБ, що вирішує проблему інфляції та девальвації національної валюти, але не вирішує структурних проблем економіки та не забезпечує стимулювання інвестиційної та ділової активності.

Поряд із поширенням регулювання облікової ставки як основного інструменту монетарної політики П. Самуельсон і В. Нордгауз важливим додатковим інструментом вважають операції на відкритому ринку [172, с. 84]. Такі операції зазвичай дещо передують змінам облікової ставки, але іноді проводяться одночасно. На відміну від дисконтної (процентної) політики, операції на відкритому ринку більш пристосовані до короткострокових кон'юнктурних коливань, внаслідок чого відсотки за цінними паперами, які звичайно використовуються в операціях на відкритому ринку, більш рухливі та диференційовані. Прямий зв'язок облікової ставки з відсотками за активними і пасивними операціями кредитних установ обумовлює більші можливості цієї форми державного регулювання кредиту.

На сьогодні монетарне регулювання процентних ставок на грошовому ринку центральними банками полягає не лише у встановленні та періодичному перегляді офіційних базових ставок, ставок за їх основними операціями, а також у регулюванні умов кредитування центральним банком комерційних

банків [9, с. 280; 35, с. 79; 194, с. 224]. У першому випадку зміна процентних ставок впливає на інтенсивність переміщення капіталу між різними секторами грошового ринку, відповідно, і на реальний сектор економіки, а тому й на цілі та стратегію монетарної політики. У другому випадку спостерігається селективна інтервенція, що може бути використана для активізації структурної перебудови економіки. Надаючи кредити під пільгові проценти, ЦБ здатен спрямовувати ці ресурси на кредитування тих програм і проектів, які потрібні для забезпечення структурних зрушень в економіці.

Досвід Японії та Франції підтверджує ефективність використання механізму процентної політики для пільгових кредитів і преференцій (надається можливість у коротший термін досягти визначених цілей). Водночас адепти такого підходу стверджують, що часто пільгові умови знижують відповідальність суб'єктів за зобов'язання і призводять до неефективного використання коштів (наприклад, у Японії) [239; 269].

Позитивний ефект від використання пільгових кредитів в умовах української економіки можливий у короткостроковому періоді, а також для обмеженого та цільового використання СГ. Крім того, надаватися такі кредити повинні тільки у періоди прискореного розвитку економіки. До формування та налагодження механізму пільгового кредитування для забезпечення більш дієвого впливу процентних ставок НБУ на ціну кредитних ресурсів в економіці варто залучити безпосередньо його (банку) спеціалістів.

У посткризовий період (після світової фінансово-економічної кризи 2008 року) в світі істотно посилилася тенденція переходу багатьох країн до інтегрованих систем регулювання економіки шляхом повного або часткового об'єднання функцій контролю, регулювання ринків банківських та страхових послуг і цінних паперів. За 2008-2010 рр. відбулися зміни у системах регулювання грошових ринків європейських країн: Бельгії, Великобританії, Греції, Ірландії, Іспанії, Італії, Литви, Португалії, Франції, Швейцарії та ін. Зміни в основному проявляються через посилення у процесах регулювання та

нагляду ролі ЦБ. Зокрема, ЦБ 19-ти з 27 країн ЄС беруть безпосередню участь у регулюванні та нагляді; у 8 країнах існує єдиний регулятор, створений на базі ЦБ (Ірландія, Литва, Люксембург, Нідерланди, Португалія, Словаччина, Франція, Чехія) [101; 227].

У контексті монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку виокремимо країни, в яких удосконалення процентної політики відбувалося на основі впровадження ефективних аспектів світового досвіду, з урахуванням специфіки грошового ринку та економіки (додаток К), узагальнивши інформацію про цілі та інструментарій процентної політики грошового ринку країн. Спільними ознаками процентної політики більшості аналізованих країн є те, що основним інструментом монетарної політики ЦБ є процентні ставки, а процентний канал – основним у монетарному трансмісійному механізмі. Основним операційним інструментом виступають короткострокові ставки міжбанківського ринку, які ЦБ контролює, регулюючи стан грошового ринку. За цих умов у економічно розвинених країнах світу ефективне регулювання процентних ставок грошового ринку забезпечується на основі операційних основ процентної політики, що базується на механізмі усереднення резервів, операціях на відкритому ринку, депонуванні та кредитуванні, які допомагають центральним банкам забезпечувати ефективне функціонування грошового ринку. Змінюючи ключову ставку, ЦБ здатні впливати на попит на гроші; водночас, змінюючи обсяги операцій на відкритому ринку, ЦБ впливають на процентні ставки на грошовому ринку.

Проведений у цьому пункті аналіз досвіду економічно розвинених країн (див. також додаток Л та [36; 101]) показує, що розподіл цілей грошово-кредитної політики на стратегічні, проміжні й операційні часто призводить до суперечливих результатів і обумовлює розрив зв'язків, що раніше склалися, між макроекономічними показниками. Така ситуація пояснюється двома причинами:

- регулювання конкретних змінних з боку монетарної влади означає появу додаткового каналу надходження на грошовий ринок потоку інформації, що впливає на весь комплекс показників; інформація, що надходить в одні періоди, може суперечити інформації з інших періодів;

- статистичні дані про динаміку конкретних показників стають доступними з різною періодичністю; наприклад, у практиці розвинених країн квартальний показник ВВП публікується після закінчення одного місяця, показники грошової маси – після закінчення двох тижнів, і лише інформація про процентні ставки стає доступною практично одразу.

Вказані обставини зумовлюють об'єктивні особливості монетарного регулювання процентної ставки на грошовому ринку відносно конкретних показників. Проте при такому регулюванні повинна враховуватися не лише величина їх коливань, але і середньострокова тенденція в динаміці.

Параметри, що традиційно відповідали проміжним і операційним цілям, є за своєю економічною суттю цільовими показниками механізму монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України. Вони забезпечують зворотний зв'язок між здійснюваними заходами та їх наслідками. Характерно, що ці показники можуть варіюватися у певних межах. Їх роль полягає в інформуванні про планомірний поступ НБУ до своєї головної мети, проголошеної за сучасних умов – цінової стабільності, що виражається у зниженні показників інфляції та безпосередньо впливає на стабільність функціонування грошового ринку країни за сучасних умов, під впливом значної кількості факторів внутрішнього та зовнішнього середовища.

Світовий досвід та нові підходи до регулювання процентної ставки на грошовому ринку є вкрай актуальні для України, перш за все через потребу вдосконалення у нашій країні інституційних засад регулювання грошового ринку шляхом координації діяльності та посилення політичної, операційної та фінансової незалежності регуляторів і органів, що відповідають за розробку та реалізацію державної економічної політики.

Нами з'ясовано, що у кризовий (період світової фінансово-економічної кризи 2008 року) та післякризовий період у більшості країн світу відбуваються процеси реформування інструментарію грошово-кредитної політики, застосування нових монетарних режимів, спрямованих на забезпечення та підтримку цінової та макроекономічної стабільності, стабільності грошового ринку; вдосконалюються механізми координації грошово-кредитної та бюджетно-фіскальної й загальної макроекономічної політики держави; посилюється роль ЦБ у процесах регулювання та нагляду за діяльністю суб'єктів грошового ринку.

Перехід до режиму вільно плаваючого валютного курсу є актуальною проблемою до відновлення функцій НБУ з формування та регулювання пропозиції грошей і визначення процентних ставок. До теперішнього часу НБУ надавав пріоритет підтримання валютного коридору, в межах якого коливався обмінний курс української валюти до долара США. Як свідчить досвід країн, у яких завершується період трансформації економіки [21; 251], перехід до режиму вільно плаваючих валютних курсів є закономірним. В умовах, коли національна економіка збільшує свій потенціал та інтегрується у світову, створюються передумови для зняття обмежень руху міжнародного капіталу, що дозволяє забезпечувати режим вільного курсоутворення. Для НБУ перехід до режиму вільного курсоутворення української гривні дозволить почати використовувати процентні ставки, з одного боку, як основний цільовий орієнтир, з другого боку, в складі трансмісійного механізму для впливу на економічну кон'юнктуру.

Напрямом пом'якшення монетарних умов, на наш погляд, може стати реалізація у найкоротші терміни заходів розширення інструментарію рефінансування банківського сектора. Серед ймовірних заходів є підстави виокремити введення НБУ плаваючої процентної ставки, «прив'язаної» до короткострокової ставки грошового ринку або вартості операцій рефінансування в НБУ.

Можливість використання як забезпечення за такими операціями неринкових активів (кредити, гарантії) дозволить істотно розширити заставну базу, доступну банкам, і, таким чином, мінімізувати проблему достатності заставного забезпечення. Результатом подібних заходів із удосконалення рефінансування повинні стати: зниження волатильності ринку і, як наслідок, премій за ліквідність, зниження вартості середньострокового рефінансування в НБУ.

Серед основних заходів у межах такого інструменту є підстави виокремити:

- впровадження механізму середньострокового рефінансування банків за плаваючими ставками;

- можливість використання неринкових активів як забезпечення за такими операціями;

- звуження «коридору» процентних ставок НБУ шляхом зниження його верхньої межі.

Дії НБУ залежатимуть від розвитку економічної та політичної ситуації в країні та на міжнародному рівні. Проте незалежно від характеру вказаних дій (як у разі пониження ключових ставок, так і при їх збереженні на теперішньому рівні) вдосконалення трансмісійного механізму повинно забезпечити зниження премій за ризик і процентних ставок грошового ринку в середньо- та довгостроковій перспективі.

В Україні доцільним є впровадження успішного досвіду процентної політики на основі ІТ (поширеного в Європі, економічно розвинутих країнах та найбільш успішних країнах, що розвиваються). Є можливість встановлення не лише рівня інфляції, але й рівня безробіття (як в США) або інших показників, із обґрунтуванням перспектив безпосереднього втручання НБУ в діяльність грошового ринку в особливих випадках (як розповсюджено в Польщі) для його стабілізації у сучасних нестабільних умовах чи під впливом зовнішніх чинників.

3.2. Напрями розвитку монетарного регулювання процентних ставок на вітчизняному грошовому ринку

Взаємозв'язки між макроекономічними змінними і зміна інтенсивності таких взаємозв'язків у конкретні періоди часу зумовлюють потребу формування алгоритму найбільш ефективних дій для збалансованості попиту та пропозиції у фінансово-економічній системі держави, використовуючи інструменти монетарної політики. Формування напрямів розвитку та алгоритму реалізації монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України пов'язане з проблематикою, що визначається: з одного боку, потребою зробити кредитні ресурси дешевшими і, відповідно, доступнішими для СГ; з іншого, – реалізацією вимоги зміцнення купівельної спроможності національної грошової одиниці та забезпечення відносної стабільності її курсу на валютному ринку, що зумовлене встановленням позитивних реальних процентних ставок на депозитно-кредитному ринку.

Р. Клауер і А. Лейонгуфвуд (представники посткейнсіанства) вважають [67; 247], що економіка може «мимоволі» відхилитися від рівноважного рівня: деяке первинне зниження кінцевого попиту призводить до зниження зайнятості, звідси подальше зниження попиту і зростання безробіття тощо. Те ж саме може відбуватися і на грошовому ринку: скорочення депозитів призводить до зниження пропозиції кредитів та їх дорожчання, що, в свою чергу, призводить до зниження економічної активності та, як наслідок, – подальшого скорочення депозитів і т.д. Проте зауважимо, що в умовах достатнього запасу ефективних капітальних чинників виробництва цю ситуацію можна виправити за рахунок коригуючої економічної політики.

Для стабільного функціонування економіка України потребує відповідної обґрунтованої кількості грошей. Проте виробничі потужності й організаційні структури в країні, їх моральний та фізичний стан, рівень інноваційності економіки не дозволяють налагодити випуск конкурентоспроможної продукції та забезпечити здатність економіки виконувати фінансові зобов'язання. За

таких умов можливі альтернативи розвитку економіки держави :

1) стрімке зниження реального попиту і пропозиції грошових активів і зобов'язань; такий хід розвитку подій є підстави назвати згортанням грошової системи, що відображає нездатність економіки забезпечити реальне обслуговування сукупної величини тих фінансових зобов'язань, які були прийняті всіма СГ. Можливі альтернативи досягнення рівності попиту на активи і пропозиції зобов'язань при нерівноважному стані економіки, зниження рівня монетизації та масштабів кредитування, знецінення реальних фінансових активів і зобов'язань. Крім того, знижується інвестиційна активність, стає неможливою реалізація довгострокових проектів, відносно нормально здатні функціонувати лише сектори економіки з високою оборотністю капіталу. Закономірним підсумком процесу є деіндустріалізація господарства (за прикладом Вірменії, Молдови) або його бартеризація і зростання грошових сурогатів. У останньому випадку відбувається натуралізація господарських відносин, коли СГ функціонують без відповідного прийняття і виконання грошових зобов'язань щодо інших контрагентів. Причинами такої ситуації є як внутрішні (структурна неефективність економіки в цілому), так і зовнішні (відсутність дієвих правових та інституційних механізмів, що гарантують виконання фінансових зобов'язань) чинники. У будь-якому випадку глибинні причини бартеру і неплатежів пов'язані з фундаментальними властивостями економічної системи, а не з якимись недоліками організації грошового обігу;

2) СГ, які недостатньо ефективні для того, щоб забезпечити виконання своїх фінансових зобов'язань, «виводяться» з системи економічних взаємозв'язків у примусовому порядку. В цьому полягає суть політики «шокової терапії», а також багатьох стабілізаційних програм, що використовувались у деяких країнах Латинської Америки. Як правило, у подібному випадку грошово-кредитна політика істотно посилюється. Такий стан грошової системи можна умовно охарактеризувати як «стискування». Ставка процента встановлюється на дуже високому рівні відносно існуючої на

міжнародних фінансових ринках, а валютний курс стабілізується, забезпечуючи високу дохідність процентних операцій. Певний час сукупна грошова пропозиція розширюється за рахунок припливу короткострокового капіталу ззовні. Поряд із тим, що інфляція знижується і відбувається фінансова стабілізація, це може мати коротко- і середньострокову стимулюючу дію на економіку. Проте у тому випадку, якщо не відбувається трансформація її системних властивостей, зберігаються високі процентні ставки, на визначеному етапі починається акумулювання невирішених протиріч, пов'язаних із зниженням конкурентоспроможності економіки (виявляється у зростанні реального валютного курсу), наростає тиск витрат (дорогий кредит) і збільшується зовнішній борг. Як правило, це призводить до чергової фінансово-економічної кризи, в результаті якої відбувається знецінення зобов'язань та різкий спад економічної активності (наприклад, як у Аргентині). Такий варіант може привести до гіперінфляції;

3) найбільш сприятливий варіант, що припускає активну трансформацію макросистемних властивостей економіки, розвиток нових секторів і сфер економічної діяльності. У цьому випадку економічне зростання і підвищення доходів призводять до зростання реальної сукупної грошової пропозиції, звідси подальше підвищення економічної активності. В економіці виникає комплекс прямих і зворотних зв'язків, що обумовлюють позитивну спрямованість процесу економічної динаміки. Проте такий сценарій можливий за умови здійснення відповідної активної державної політики. Важливо забезпечити помірну капіталомісткість економіки (це знижує рівноважну величину попиту на грошові активи) і нарощення інноваційного експорту з високою часткою доданої вартості, створеної всередині країни (що рівнозначно збільшенню сукупної здатності національної економіки до обслуговування фінансових зобов'язань). У іншому випадку ефект від збільшення сировинного експорту в довгостроковій перспективі може бути негативним.

Зазвичай найчастіше спостерігаються комбінації різних елементів тих чи

інших альтернатив. Проте стратегічне завдання монетарної та економічної політики загалом в Україні полягає у забезпеченні домінування елементів, притаманних третьому варіанту. Водночас повністю виключити елементи, що відносяться до перших двох варіантів, неможливо, і в цьому немає потреби. Зокрема, ознаки першого варіанта вже зараз відчутно проявляються на грошовому ринку та в економіці України. Проте донедавна регулятор ринку (НБУ), як і уряд у цілому, здійснювали заходи, що більш доцільні у випадку другого варіанта (збільшення процентної ставки, обмеження монетарної бази тощо), але повинні сконцентруватися на заходах, характерних для третього варіанта.

Процентна політика як інструмент регулювання грошового ринку України використовується у межах реалізації загальної стратегії монетарної політики в країні [107]. Її вплив на обсяги та структуру грошової маси відбувається як на основі зміни обсягів залучених банками депозитів, так і на основі виданих ними кредитів. У той же час варто зауважити, що зміна процентних ставок НБУ впливає на зміну обсягів грошової маси в обігу неоднозначно: збільшення процентних ставок призводить до подорожчання банківських ресурсів і, відповідно, до підвищення ставок за кредитами; незважаючи на те, що обсяги депозитів і грошовий агрегат M2 збільшуються, темпи кредитування сповільнюються, що, у свою чергу, стримує безготівкову емісію.

При здійсненні заходів регулювання грошового ринку виникає реакція макроекономічних змінних, що виражається у зміні їх динаміки, а отже, з'являється потреба якісного та кількісного аналізу цієї реакції, виявлення наслідків заходів, що реалізуються, для макроекономічної рівноваги. Важливими є розробка і здійснення коригування реакції змінних, якщо в процесі реалізації буде визнано, що монетарна політика не відповідає раніше поставленим цілям.

Далі проаналізуємо основні логічні та емпіричні дані, що повинні покладатися в основу реалізації алгоритму розвитку монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України.

Наявність високого рівня інфляції, що зберігається тривалий час, вимагає встановлення і підтримки високих офіційних процентних ставок ЦБ і процентних ставок за депозитами і кредитами [90]. В Україні на сучасному етапі спостерігається високий рівень інфляції, тому встановлення процентних ставок на високому рівні цілком природне, і воно реалізується (в Україні на кінець 2016 р. один із найвищих у світі рівень процентних ставок). Необхідність у підтримці підвищених процентних ставок зумовлена потребою компенсувати інфляційні наслідки інтенсивної грошової емісії в Україні, яка обумовлена недостатністю внутрішніх накопичень і вкрай низьким залученням накопичень ззовні в останні роки.

Крім того, додаткова потреба у кредитних ресурсах для поточної діяльності й інвестицій, фінансових ресурсів викликана різким погіршенням фінансового стану і «виснаженням» СГ в умовах економічної та політичної кризи в Україні, агресії з боку РФ, відлучення значних фінансових і виробничих ресурсів від фінансово-економічної системи країни внаслідок анексії Криму та окупації частини Донбасу. В такій ситуації попит на кредити об'єктивно випереджав їх пропозицію, яка за недостатності внутрішніх і зовнішніх накопичень забезпечувалася за рахунок додаткової грошової емісії. При цьому, підвищені процентні ставки забезпечували відповідність між грошовим попитом і грошовою пропозицією та частково стримували інфляцію.

У той же час варто зауважити, що політика підтримки високих процентних ставок в Україні має негативні наслідки як для реального сектора економіки, так і для банківської системи країни (див. розділ 2). Спостерігається низька ефективність монетарної політики, що зумовлює визначення напрямів її розвитку.

Важливе місце у регулюванні процентних ставок НБУ займають процентні ставки за основним обсягом монетарних операцій. Залежно від стану ліквідності на грошовому ринку цією ставкою може бути процентна ставка за депозитною або кредитною операцією. Така ставка є основною ставкою НБУ, саме тому операції відносно неї є найбільш очікуваними.

Ми виокремлюємо 5 основних сфер впливу монетарного регулювання процентних ставок на:

- 1) ділову активність та інфляцію;
- 2) ліквідність банківської системи країни;
- 3) нарощування реального фінансового потенціалу банків;
- 4) споживання, заощадження та інвестиції;
- 5) обмінний курс національної грошової одиниці.

Вплив монетарного регулювання на ділову активність та інфляцію через процентний канал трансмісійного механізму відбувається з певними лагами. У країнах із ринками, що розвиваються, кінцевий ефект від впливу монетарного регулювання процентних ставок на інфляцію швидший, ніж у розвинених економіках. Так, наприклад, у Польщі, Чехії, Словаччині, Словенії тривалість прояву імпульсів монетарної трансмісії оцінюється в 3-7 кварталів, а у США, Великобританії, Німеччині, Японії, Франції – в 8-16 кварталів. Близько половини цього часу займає трансмісія до показників реального сектора економіки. Потім стільки ж часу відводиться на повний прояв монетарного імпульсу на інфляцію. Хоча ці терміни досить умовні й залежать від багатьох чинників, у тому числі від довіри СГ до монетарної політики, ступеня розвитку фінансових ринків, подій у світовій економіці, стадій економічного циклу тощо [240; 282].

У довгостроковому періоді НБУ намагається впливати на динаміку процентних ставок через зміну норми обов'язкового резервування та систему пільг для залучення вкладів. Але в умовах високих інфляційних очікувань кредитори намагаються отримати премію за ризик, яку закладають у процентну ставку.

Підвищення ефективності застосування облікової ставки як інструмента процентної політики передбачає зростання частки кредитних ресурсів НБУ в портфелях комерційних банків. Лише після підвищення обсягів кредитних ресурсів НБУ та створення механізмів їх використання комерційними банками можливе підвищення ефективності облікової ставки як інструмента регулювання процентної політики. Окрім того, основним принципом застосування облікової ставки є дотримання оптимального співвідношення з рівнем інфляції. Проте в умовах значної частини немонетарних чинників у загальній величині інфляції (див. розділ 2) НБУ на сучасному етапі володіє обмеженими можливостями для впливу на неї за допомогою процентної ставки.

В умовах надлишкової ліквідності банківської системи дієвість регулювання процентних ставок НБУ знижується через відсутність попиту на кредити рефінансування зі сторони суб'єктів грошового ринку, а отже, нечутливість досліджуваного ринку до процентного інструментарію монетарної політики. У таких умовах НБУ повинен здійснювати перевірку надлишкової ліквідності для зменшення її впливу на ефективність здійснення грошово-кредитної політики.

У залежності від стану грошового ринку НБУ може рекомендувати банкам при здійсненні пасивних та активних операцій застосовувати індикативні розміри процентних ставок. Індикативна процентна ставка – рекомендована НБУ орієнтовна процентна ставка для комерційних банків щодо проведення ними операцій із залучення та розміщення коштів.

Операції на відкритому ринку в переліку інструментів ЦБ сучасних економік займають пріоритетне місце. Гнучкість і повна підпорядкованість операцій на відкритому ринку дозволяють центральним банкам оперативного впливати на грошову масу та процентні ставки. В Україні недостатній розвиток ринку цінних паперів та його інструментів, що не дає змоги через проведення операцій на відкритому ринку впливати на кредитні можливості та ліквідність банків, параметри грошової маси та процентні ставки.

Важливо через застосування алгоритму розвитку монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України забезпечити досягнення цільових настанов, спрямованих на трансформацію системних властивостей економіки і нарощування реального фінансового потенціалу банків. Що стосується таких явищ, як надходження короткострокового іноземного капіталу, зниження рівня виробництва в окремих секторах економіки (з метою перерозподілу ресурсів на користь більш перспективних секторів, а також забезпечення економічного зростання на довгостроковій основі), то вони можуть відігравати і позитивну роль у тому випадку, якщо підпорядковані довгостроковим цілям реформування економіки.

Зміна офіційної облікової ставки НБУ (в окремих випадках навіть намір зміни) впливає на інші процентні ставки, наприклад процентні ставки за депозитами і кредитами комерційних банків. Такі зміни позначаються на реальному секторі економіки на очікування СГ у сфері планування розвитку. Ці очікування впливають на обмінний курс гривні та майбутні ціни реалізації продукції. Під впливом даного чинника перебувають також заходи, що здійснюються СГ щодо сукупних витрат грошових ресурсів на споживання, заощадження й інвестиції. Так, більш високі процентні ставки не призводять до зростання споживання, а стимулюють збільшення заощаджень у національній валюті. Ці ставки призводять також до зміцнення обмінного курсу національної грошової одиниці на валютних ринках, що сприяє здешевленню імпортованих товарів. Тому зміна офіційної облікової ставки НБУ впливає на реальний сектор економіки шляхом дії на попит та пропозицію товарів і послуг, що виробляються вітчизняними підприємствами. Якщо сукупний попит перевищує обсяг продукції, яку можуть виробити вітчизняні підприємства, то здійснюються заходи щодо розширення обсягів виробництва з метою збалансування попиту і пропозиції. Це, відповідно, може спричинити зростання витрат на випуск продукції і, отже, цін на окремі товари і послуги, що сприятиме підвищенню цін у національній економіці.

Зміни офіційної облікової ставки безпосередньо впливають на обмінний курс національної грошової одиниці, який залежить як від внутрішніх, так і від зовнішніх монетарних чинників. Натомість, визначити відносно точно кількісний ефект дії змін офіційної облікової ставки на обмінний курс національної грошової одиниці практично неможливо. Це обумовлено тим, що валютний курс є результатом взаємодії великої кількості чинників. Зокрема, він залежить від внутрішніх і зовнішніх процентних ставок, від динаміки інфляції в країні і за кордоном, стану платіжного балансу, політичної ситуації й інших чинників.

При зростанні облікової ставки НБУ відбувається зміцнення гривні внаслідок того, що підвищення ставки робить (за інших рівних умов) активи в національній валюті більш привабливими (більш прибутковими) у порівнянні з активами в іноземній валюті. У цьому випадку національна валюта стає привабливою і для іноземних інвесторів. При зниженні рівня облікової ставки НБУ спостерігаємо протилежний ефект.

Отже, зміни обмінного курсу гривні внаслідок застосування механізму монетарного регулювання процентної ставки НБУ призводять до змін відносно цін вітчизняних і іноземних товарів і послуг, а потім до коригувань сукупного попиту, цін і обсягів виробництва. За цих умов процентна політика безпосередньо пов'язана з механізмом гнучкого валютного курсу національної валюти. Цей взаємозв'язок реалізується через вплив курсу гривні на чистий експорт країни і динаміку виробництва в національній економіці. Зокрема, наслідком зниження процентних ставок на грошовому ринку України в 2010-2013 рр. було зменшення привабливості депозитів у гривні в порівнянні з депозитами в іноземній валюті. Це призвело до зменшення обсягів депозитів в національній валюті стосовно обсягу депозитів у вільноконвертованій іноземній валюті. Оскільки в такому випадку результатом є девальвація (зниження обмінного курсу) національної грошової одиниці, тим самим вітчизняні товари стають відносно більш конкурентоспроможними за ціною

для іноземних споживачів. Унаслідок цього стимулюється зростання чистого експорту, що веде до врівноваження платіжного балансу країни.

Що стосується політики монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку, то вона має бути жорсткою, але повинна передбачати досягнення помірної позитивної реальної норми проценту для СГ. Важливо також забезпечити високу надійність банківської системи і підвищення довіри до неї, доведення якості банківського обслуговування до міжнародних стандартів.

Важливою особливістю процентної політики є те, що вона проявляється не через номінальну, а через реальну процентну ставку (див. розд. 1). Остання впливає на реальний сектор економіки шляхом підвищення або зниження інвестиційної активності підприємств. Зокрема, зниження процентної ставки веде до здешевлення кредитних ресурсів, що сприяє припливу інвестицій в реальний сектор економіки, а в майбутньому веде до зростання ВВП. При цьому, економічні агенти повинні орієнтуватись не на короткострокові, а на довгострокові реальні процентні ставки. Це обумовлено тим, що саме довгострокові реальні процентні ставки роблять вирішальний вплив на позитивну інвестиційну активність СГ. Для розрахунку значення реальних процентних ставок використовують формули (1.6) та (1.7) (див. пункт 1.3)

Потрібно також мати на увазі, що довгострокові реальні процентні ставки змінюються по-іншому, на відміну від короткострокових процентних ставок, динаміка яких має той же напрям і приблизно ті ж пропорції, що і облікова ставка НБУ. Це пов'язано з тим, що саме майбутній рівень короткострокових процентних ставок визначає величину довгострокових процентних ставок. Зокрема, підвищення офіційної облікової ставки НБУ в поточному періоді може зумовити майбутні очікування зниження короткострокових процентних ставок, що безпосередньо вплине на зниження довгострокових реальних процентних ставок.

На основі узагальнення представленого вище матеріалу; дослідження теоретичних та методичних основ, аналізу стану монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку, викладених у цьому та попередніх розділах дисертаційної роботи (складові системи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку, канали впливу НБУ на активність СГ України, виявлені проблеми монетарного регулювання процентних ставок, критерії, орієнтири та показники активізації процентного каналу монетарного трансмісійного механізму), сформулюємо напрями розвитку монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України:

1) Встановлення обґрунтованого рівня облікової ставки НБУ, що сприяє стримуванню інфляційних процесів, забезпеченню стабільного функціонування грошового ринку та економічної системи країни.

2) Створення та підтримка ситуації, що характеризується помірним надлишком ліквідності для стимулювання інвестицій в економіку країни.

3) Наближення ставок грошового ринку до облікової ставки НБУ як нижньої межі «коридору» процентних ставок.

Для реалізації цих напрямів представимо алгоритм монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку (рис. 3.13), що деталізує, структурує й удосконалює процес такого регулювання через встановлення обґрунтованого рівня облікової ставки НБУ, що сприятиме стримуванню інфляційних процесів, забезпеченню стабільного функціонування грошового ринку та економічної системи країни.

Основними інструментами для реалізації окреслених напрямів є:

1. Операції на відкритому ринку.
2. Постійні механізми кредитування.
3. Внутрішньоденні механізми кредитування.

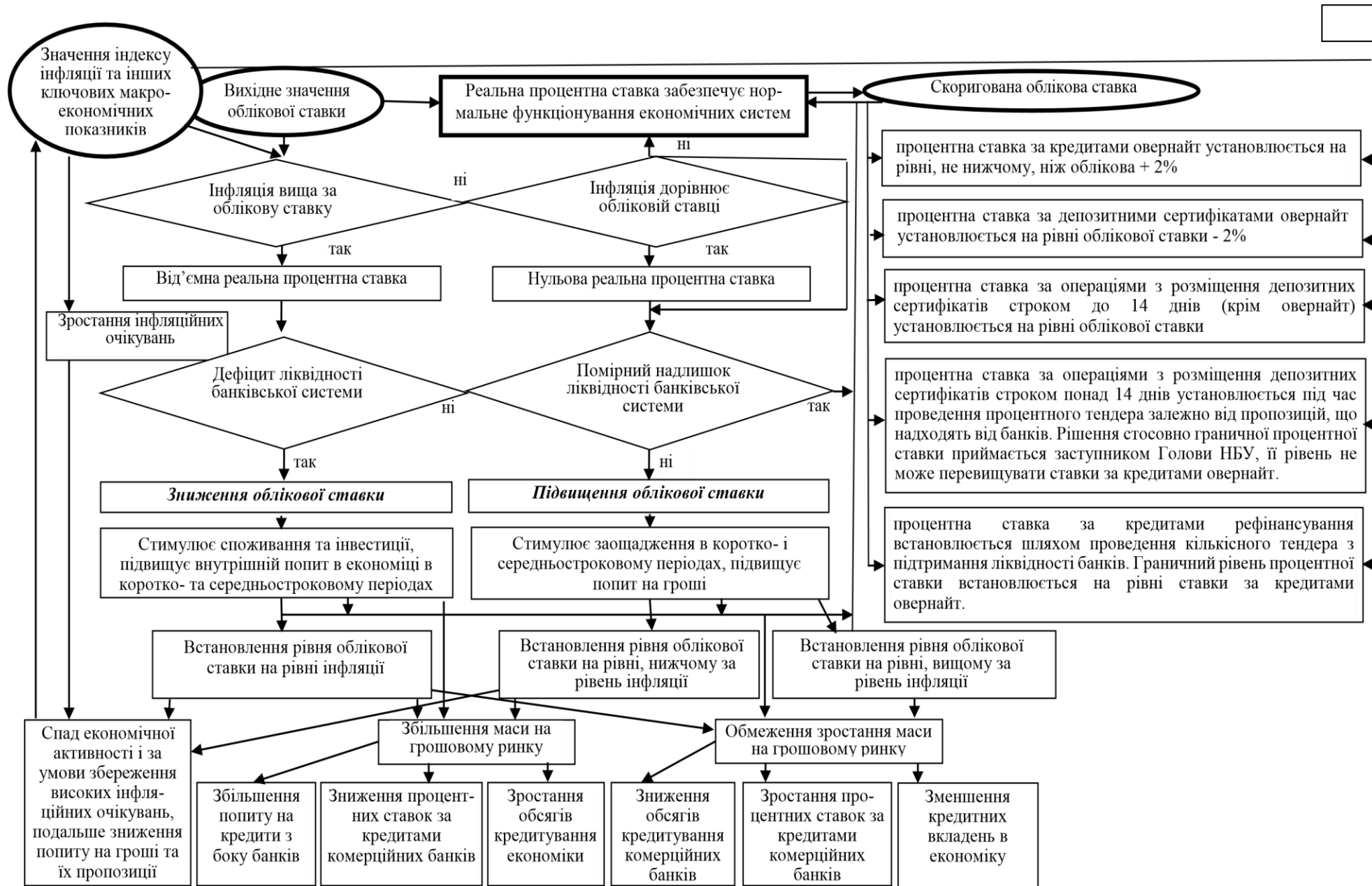


Рис. 3.13. Візуалізація алгоритму монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України

Джерело: розроблено автором

Розглянемо детальніше ці інструменти.

1. Операції на відкритому ринку:

- Кредити і депозити на тендерній основі. Цей вид кредитів видається під заставне забезпечення у вигляді боргових цінних паперів. Процентна ставка за кредитами і депозитами, як правило, визначається за допомогою тендера з дискримінаційною ціною (аукціон американського типу, multiple price auction). При цьому НБУ має можливість видавати подібні кредити і приймати депозити банків також за плаваючою ставкою, залежною від облікової. Тільки банки, що мають доступ до постійних механізмів кредитування, отримують доступ до кредитів і депозитів на тендерній основі.

- Валютні свопи. Використовуються як додаткові операції відносно операцій із кредитування на тендерній основі. Вартість валютних свопів також визначається за допомогою тендерів із дискримінаційною ціною. Доступ до цього виду операції мають усі банки (включаючи ті, в яких немає доступу до постійних механізмів кредитування).

- Кредити в іноземній валюті. Надаються під заставне забезпечення, що дає можливість надання ліквідності банкам без негативної дії на курс гривні.

2. Постійні механізми кредитування:

- кредити овернайт;
- депозити овернайт.

3. Внутрішньоденні механізми кредитування.

Внутрішньоденні кредити. Впродовж дня сегмент банків, яким відкритий доступ до постійних механізмів кредитування, має необмежений доступ до внутрішньоденних безвідсоткових кредитів, забезпечених порукою. У разі, якщо банк не повернув кошти до кінця робочого дня, кредит автоматично переходить до категорії «овернайт» (див. постійні механізми кредитування).

Методами, за допомогою яких реалізуються окреслені напрями, є:

1. Коригування рівня облікової ставки НБУ.
2. Формування інших процентних ставок НБУ.

Коригування рівня облікової ставки відбувається за такими етапами:

1) Порівняння поточного рівня облікової ставки з поточним рівнем інфляції.

При встановленні факту перевищення значення рівня інфляції над значенням облікової ставки спостерігається від'ємна реальна процентна ставка грошового ринку, що потребує подальшого коригування.

При встановленні факту перевищення значення облікової ставки над значенням рівня інфляції спостерігається додатна реальна процентна ставка грошового ринку. Такий факт є основою для забезпечення стабільного функціонування грошового ринку та економічної системи країни, за умови створення та підтримки ситуації помірному надлишку ліквідності, для стимулювання інвестицій в економіку країни.

При встановленні факту рівності значення рівня інфляції значенню рівня облікової ставки відзначається наявність нульової реальної процентної ставки грошового ринку, що потребує подальшого коригування, якщо така ставка не забезпечує стабільного функціонування грошового ринку та економічної системи країни за умови створення та підтримки ситуації помірному надлишку ліквідності для стимулювання інвестицій в економіку країни.

2) Визначення, чи поточний рівень реальної ставки на грошовому ринку забезпечує помірний надлишок ліквідності банківської системи:

2.1) Від'ємна реальна процентна ставка пов'язується з дефіцитом банківської ліквідності, що потребує зниження облікової ставки НБУ з метою стимулювання споживання та інвестиції, підвищення внутрішнього попиту в економіці в коротко- та середньостроковому періоді.

2.2) Від'ємна реальна процентна ставка пов'язується з помірним надлишком банківської ліквідності, що є основою для забезпечення стабільного функціонування грошового ринку та економічної системи країни за умови створення та підтримки ситуації помірному надлишку ліквідності для стимулювання інвестицій в економіку країни.

2.3) Від'ємна реальна процентна ставка пов'язується зі суттєвим надлишком банківської ліквідності, що потребує збільшення облікової ставки

НБУ для стимулювання заощаджень у коротко- і середньостроковому періоді, підвищення попиту на гроші, стримування інфляції.

2.4) Нульова або додатна реальна процентна ставка пов'язується з помірним надлишком банківської ліквідності, що є основою для забезпечення стабільного функціонування грошового ринку та економічної системи країни для створення та підтримки ситуації помірного надлишку ліквідності та стимулювання інвестицій в економіку країни.

2.5) Нульова або додатна реальна процентна ставка пов'язується зі суттєвим надлишком банківської ліквідності, що потребує збільшення облікової ставки НБУ, для стимулювання заощаджень у коротко- і середньостроковому періоді, підвищення попиту на гроші, стримування інфляції.

3) Визначення результатів взаємодії інфляції та процентних ставок:

3.1) Інфляція вища за облікову процентну ставку. Такий факт спостерігається в умовах високої інфляції під час економічних криз, коли гроші починають знецінюватися. Рівень інфляції швидко зростає, перевищуючи очікування більшості СГ. Від'ємна процентна ставка може існувати лише короткий період часу, оскільки вона стимулює необмежений попит на товари. Зменшення товарних запасів сприяє нарощенню виробництва і, відповідно, зростає попит на гроші, внаслідок чого процентна ставка знову досягне додатного значення.

3.2) Інфляція дорівнює обліковій процентній ставці. Номінальна процентна ставка дорівнює величині інфляції, – це означає нульову процентну ставку. Така процентна ставка вважається теоретично можливою в так званій «стаціонарній економіці», яка позбавлена економічного зростання та функціонує на рівні простого відтворення. У реальних економічних умовах нульова процентна ставка спостерігається як окремий випадок у період економічних коливань.

3.3) Інфляція нижча за облікову процентну ставку. Додатна процентна ставка забезпечує нормальне функціонування економічних систем. За умов економічних криз та падіння загального рівня цін процентна ставка за реальним фактором виробництва знижується, що робить недоцільним виробниче

інвестування. За таких обставин грошові процентні ставки підвищуються, оскільки невикористані заощадження переходять на банківські рахунки. За умов економічного піднесення та зростання цін реальні фактори виробництва стають привабливими для інвестування і реальні процентні ставки починають перевищувати грошові.

4) Значення облікової ставки, яке встановлюється внаслідок дій, рекомендованих на 2) етапі, порівнюється з рівнем інфляції, у результаті встановлюються наступні варіанти рівня облікової ставки НБУ (кожен із варіантів залежно від умов та напрямів регулювання процентної ставки, від впливу макросередовища та глобального контексту може вважатись обґрунтованим):

4.1) Встановлення облікової ставки на рівні інфляції або рівні, нижчому за рівень інфляції, при потребі збільшення грошової маси на грошовому ринку (яка є наслідком зниження облікової ставки НБУ) забезпечує:

- Збільшення попиту на кредити з боку банків.
- Зниження процентних ставок за кредитами комерційних банків.
- Зростання обсягів кредитування економіки.

4.2) Встановлення облікової ставки на рівні інфляції або нижчому за рівень інфляції, при потребі збільшення грошової маси на грошовому ринку також може мати наслідком спад економічної активності і, за умови збереження високих інфляційних очікувань, подальшого зниження попиту на гроші та їх пропозиції, при непрозорості та непослідовності дій НБУ.

4.3) Встановлення облікової ставки на будь-якому рівні відносно інфляції, за потреби обмеження зростання грошової маси на ринку (яка є наслідком зростання облікової ставки НБУ) забезпечує:

- Зниження обсягів кредитування комерційних банків.
- Зростання процентних ставок за кредитами комерційних банків.
- Зменшення кредитних вкладень в економіку.

Стосовно формування інших процентних ставок на грошовому ринку, то скоригований рівень облікової ставки є основою (поряд із значеннями інших ключових макроекономічних показників та на основі директивно визначеного

нормативами НБУ алгоритму монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку) для їх формування:

- Процентна ставка за кредитами овернайт встановлюється на рівні, не нижчому, ніж облікова + 2%.

- Процентна ставка за депозитними сертифікатами овернайт встановлюється на рівні облікової ставки - 2%.

- Процентна ставка за операціями з розміщення депозитних сертифікатів строком до 14 днів (крім овернайт) встановлюється на рівні облікової ставки.

- Процентна ставка за операціями з розміщення депозитних сертифікатів строком понад 14 днів встановлюється під час проведення процентного тендера залежно від пропозицій, що надходять від банків. Рішення стосовно граничної процентної ставки приймається заступником Голови НБУ, її рівень не може перевищувати ставки за кредитами овернайт.

- Процентна ставка за кредитами рефінансування встановлюється шляхом проведення кількісного тендера з підтримання ліквідності банків. Граничний рівень процентної ставки встановлюється на рівні ставки за кредитами овернайт.

Використання процентних ставок як орієнтирів монетарної політики дозволить НБУ впливати на короткострокові ринкові ставки, що створить умови для зближення процентних ставок грошового і кредитного ринків. Проміжним орієнтиром монетарної політики виступатиме облікова ставка (ставка рефінансування) НБУ, яка є орієнтиром вартості коштів на грошовому ринку. Операційним орієнтиром монетарної політики є процентні ставки на грошовому ринку. НБУ визначатиме значення «коридору» процентних ставок навколо облікової ставки. Нижньою межею «коридору» ставок є ставка за депозитними сертифікатами овернайт, верхньою – ставка за кредитом овернайт. Ширина процентного «коридору» встановлюватиметься так, щоб вона сприяла активності на міжбанківському ринку. Значення нижньої та верхньої межі «коридору» ставок будуть для учасників грошового ринку індикаторами меж ставок, що дозволить їм укласти угоди на грошовому ринку за ставками в межах процентного «коридору».

Запропонований алгоритм повинен реалізовуватись у формі послідовності дій у напрямку досягнення мети та напрямів регулювання, шляхом залучення конкретних інструментів регулювання процентних ставок за певних умов. Він (алгоритм) висвітлює, деталізує, структурує й удосконалює основи монетарного регулювання процентних ставок на вітчизняному грошовому ринку (визначені «Положенням про основи процентної політики НБУ»), встановлює послідовність здійснення такого процесу з урахуванням основних макроекономічних сфер, на які впливає монетарне регулювання процентних ставок. Сформований алгоритм монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України дає змогу реалізувати процедуру обґрунтування рекомендованих до застосування на грошовому ринку процентних ставок, що сприятиме стримуванню інфляційних процесів, забезпеченню стабільного функціонування грошового ринку та економічної системи країни.

3.3. Перспективи удосконалення системи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України

Проведений аналіз стану монетарної політики України та сучасного досвіду процентної політики країн світу показав, що механізми прямого та опосередкованого впливу монетарної політики на грошовий ринок ще не набули у нашій країні достатнього розвитку, подібного до стану регулювання процентної ставки уповноваженими структурами економічно розвинених країн світу. В цьому пункті передбачається формування перспектив удосконалення системи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України, на основі визначення проблем регулювання, а також способів та системних заходів, які сприяють їх вирішенню. У результаті представлено удосконалений механізм монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України.

Під впливом наслідків фінансово-економічної кризи, що розпочалася у 2008 році, та під дією внутрішніх чинників (системна економічна криза,

накопичені борги країни та комерційних структур, криза банківської ліквідності та масове банкрутство банків, політична нестабільність, геополітичні конфлікти, збройне протистояння на Сході країни, анексія Криму тощо) ефективні дії регулятора на грошовому ринку та в реальному секторі економіки, через опосередкований регуляторний вплив на нього, вимагають збільшення масштабу та варіативності застосування інструментарію ІТ. Це потребує удосконалення грошово-кредитної політики в Україні.

Перспективи удосконалення системи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України спрямовуються на забезпечення стабільності на вітчизняному грошовому ринку шляхом удосконалення інструментів монетарного регулювання процентних ставок. За результатами проведеного дослідження представимо ці перспективи на рис. 3.14.

При реалізації перспектив пропонуємо розширити інструментарій регулювання процентних ставок на грошовому ринку України, шляхом збільшення впливу на види процентних ставок (через поширення операцій на відкритому ринку та операцій рефінансування комерційних банків), а також на рівні та характер зміни процентних ставок (через алгоритм монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України).

Вказані заходи, спрямовані на більш ефективне використання доступного НБУ інструментарію регуляторної політики, повинні здійснюватись у межах використання політики стримування як методу боротьби з інфляцією, що обумовлено поточною ситуацією в економіці та, зокрема, на грошовому ринку України і зорієнтовано на забезпечення стабільності на ньому за сучасних умов.

Сформулюємо певні застереження стосовно реалізації монетарного регулювання процентної ставки для стабілізації грошового ринку України:

– у короткостроковий період НБУ, знижуючи облікову процентну ставку, спричиняє зниження реальних короткотермінових процентних ставок банків, тим самим збільшуючи попит в економіці і, як наслідок, виробництво, але часто може мати наслідком знецінення національної валюти;

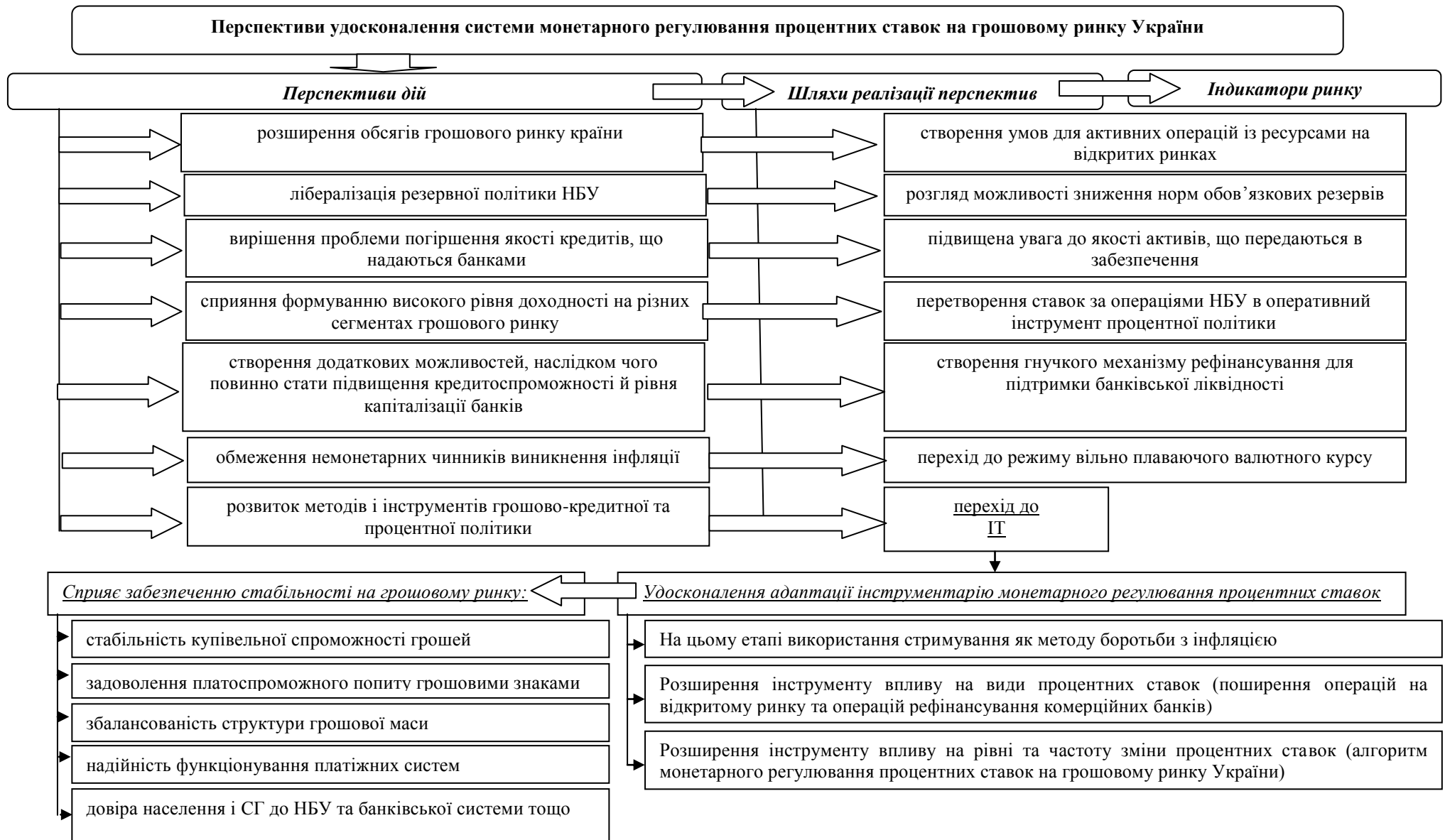


Рис. 3.14. Візуалізація перспектив удосконалення системи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України

Джерело: розроблено автором

– у довгостроковому періоді НБУ варто встановлювати облікову процентну ставку на такому рівні, щоб короткострокова процентна ставка була близька до реального середнього рівня доходності в економіці;

– якщо НБУ спробує утримувати облікову процентну ставку занадто довго нижче за реальну, то загальний попит на гроші переважатиме над потенціалом виробництва, а інфляція – прискорюватиметься.

Світова економічна криза 2008 року показала, що ЦБ розвинутих країн дбають не лише про забезпечення цінової стабільності, а й про досягнення загального рівня стабільності грошового ринку в межах реалізації загальної грошово-кредитної політики держави. У цьому контексті нами визначено основні шляхи досягнення стабільності на грошовому ринку:

- зміна акцентів монетарної політики: від одностороннього бачення цінності грошей як втілення купівельної спроможності до комплексної оцінки з урахуванням цінності грошей як капіталу;

- координація грошово-кредитної та бюджетно-податкової політики в межах єдиної економічної політики держави;

- реалізація сучасної монетарної політики ЦБ за умови поєднання успішної процентної політики з поглибленим підходом до таргетування інфляції.

НБУ повинен використовувати доступні інструменти для формування бажаних параметрів функціонування грошового ринку; так, через зміни базової ставки та операції на відкритому ринку і відповідні зміни на грошовому ринку й ринку капіталу НБУ отримує можливість забезпечувати зміни у реальному секторі економіки. При традиційному підході, використовуючи вартість і доступність каналу кредитування для здійснення грошово-кредитної політики, НБУ оцінює розміри необхідного для досягнення кінцевої мети зростання грошової маси у банківській системі.

З позиції НБУ важливо також аналізувати зовнішні умови (економічні перспективи розвитку світової економіки, ситуація на світових ринках, темпи інфляції та процентних ставок грошового ринку в інших країнах) та внутрішні умови (внутрішні джерела грошової пропозиції, прогнози бюджетного

дефіциту, величина і структура доходів населення, джерела фінансування суб'єктів). При цьому в нестабільній економіці при високій інфляції внутрішні фактори суттєво впливають на специфіку формування середовища для грошово-кредитної політики. Найбільш проблемними є недостатній обсяг власних ресурсів, що обмежує швидкість сталого економічного зростання, і відносна нерозвиненість фінансових структур, що значно поступаються за розвитком таким структурам в економічно розвинених країнах. За таких умов цілі й інструментарій грошово-кредитної політики та дії НБУ варто розглядати у контексті цілей економічної політики країни.

Найчіткіше нові завдання монетарної політики та регулювання фінансових ринків у посткризовий період визначив Міжнародний валютний фонд, який виділив три пріоритети монетарної політики [244]:

- використання в процесі формування та реалізації монетарної політики результатів макропруденційного аналізу, а також розширення повноважень ЦБ як головних регуляторів фінансового ринку;

- забезпечення пріоритетності завдань цінової стабільності як головної мети монетарної політики;

- удосконалення управління ліквідністю банківської системи на основі підвищення гнучкості застосовуваних центральними банками процедур, а також посилення контролю та регулювання діяльності фінансових установ і ринків, що є потенційними одержувачами підтримки ліквідності.

Важливо усвідомлювати, що ключем до успіху є впорядковані послідовні реформи. Для забезпечення плавного переходу до ІТ в Україні у середньостроковій перспективі доцільно здійснювати ефективні короткострокові заходи, з урахуванням рекомендацій МВФ для посткризового періоду [229]:

- використання інструменту обґрунтованої облікової ставки НБУ, підкріпленої операціями на відкритому ринку, що допоможе забезпечити прив'язку основних міжбанківських ставок до облікової ставки НБУ. У

випадку, якщо продовжиться застосування поточних заходів регулювання грошового ринку, знадобляться значні інтервенції на валютному ринку, що посилять існуючі та створить нові операційні проблеми, при одночасному проведенні операцій на відкритому ринку;

- забезпечення того, щоб різні цілі фінансової або курсової стабільності не вступали в конфлікт із кінцевою метою забезпечення стабільності цін і не переважали над нею;

- поступове розширення діапазону обмінного курсу;

- введення макропруденційних заходів, включаючи певні вимоги до капіталу і резервів, для підвищення довіри до національної валюти;

- посилення відкритого інформування про наміри НБУ відносно заходів регулювання процентної ставки і його операцій, що сприятиме прив'язці очікувань і забезпеченню плавного переходу до ефективної політики ІТ;

- модернізація цілей грошово-кредитної політики у напрямі стабільності грошового ринку, що припускає також певні інституціональні умови, зокрема підтримку достатнього рівня незалежності НБУ.

В основу механізму монетарної політики в Україні повинні бути покладені не лише цілі досягнення цінової стабільності, боротьба з інфляцією, але й можливість впливати на макроекономічну стабільність шляхом реалізації процентної політики в межах здійснення єдиної грошово-кредитної політики держави, що є складним завданням через обмеженість інструментарію НБУ.

Якщо для реалізації монетарного регулювання процентних ставок ЦБ можуть використовувати певні інструменти та «монетарні правила» монетаристів (М. Фрідмана та ін.), то для забезпечення фінансової стабільності таких правил не існує [109]. Є потреба у використанні одних і тих же інструментів для вирішення двох, а іноді й більшої кількості завдань, а це порушує правило Я. Тінбергена, відповідно до якого кількість цілей не повинна бути більшою за кількість застосовуваних інструментів [213]. Отже, важливо розробити на основі досвіду інших країн та впровадити нові

ефективні, адекватні сучасним умовам господарювання інструменти монетарної політики.

Як показує аналіз світового досвіду, проведений у дисертаційній роботі, ЦБ країн світу за останні роки відійшли від кількісних підходів до ціноутворення, за якими метою є бажаний рівень резервів, що було пов'язано зі змінами на грошових ринках. Контроль процентних ставок технічно є простішим, зручнішим і в багатьох випадках успішним, він не залежить від знання еволюції попиту на гроші. У той же час важливим є питання прозорості процентної політики в межах інформаційної політики ЦБ – базова процентна ставка більш чітко інформує учасників грошового ринку про спрямованість грошово-кредитної політики. Проте спрямування номінальних процентних ставок до нуля суттєво обмежує можливості для застосування грошово-кредитної політики ЦБ щодо регулювання грошового ринку.

І хоча в Україні проблема низької процентної ставки та дефляційних процесів не на часі (навпаки, є проблема переходу від практики високої процентної ставки як інструменту обмеження, до практики більш низьких процентних ставок, як способу стимулювання економіки), для того, щоб стабілізувати економіку, вже на цьому етапі НБУ варто активно розглядати та при можливості застосовувати альтернативні напрями впливу на СГ, за допомогою яких він впливатиме на рівень їх економічної активності. Такими напрямками є короткострокові й довгострокові процентні ставки та кредити (рис. 3.15).

Якщо НБУ ефективно діятиме на грошовому ринку, то навіть невеликий обсяг грошової експансії призведе до зростання цін на фінансові активи і зниження реальних процентних ставок. Але, коли є сумніви у безперервності політики ЦБ, як, зокрема, у випадку дій НБУ в Україні на сучасному етапі, то для того, щоб знизити процентні ставки, повинна бути посилена грошова експансія. Використовується набір інструментів грошово-кредитної політики, що дозволяє впливати на формування ринкових процентних ставок через облікову ставку та інші процентні ставки НБУ. Залежно від того, яка

економічна ситуація спостерігатиметься в Україні, можна застосовувати ліберальну або обмежувальну політику стосовно дій населення, підприємств чи банківських установ.

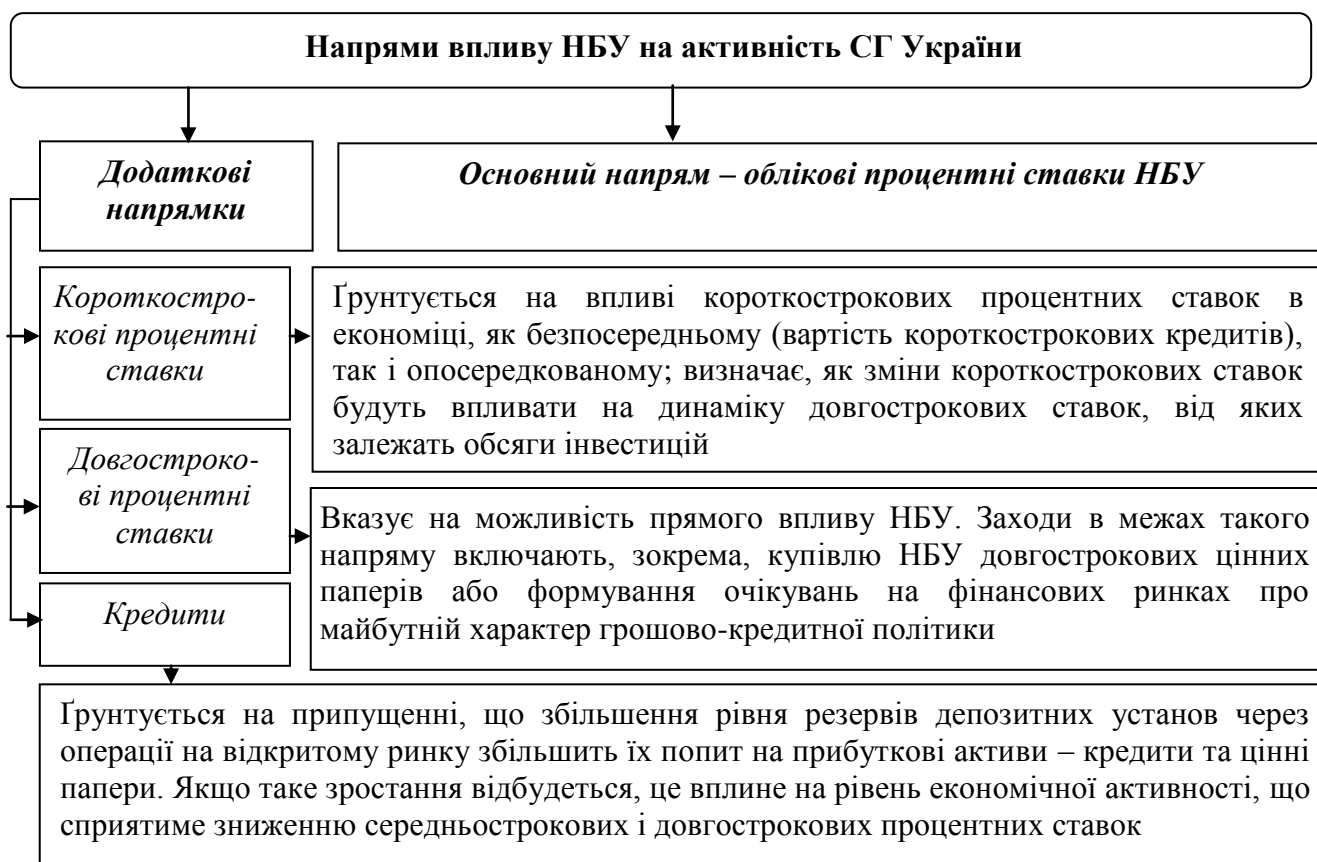


Рис. 3.15. Напрями впливу НБУ на активність СГ України через процентні ставки

Джерело: розроблено автором за [101; 109; 213].

Ставки грошового ринку впливатимуть на процентні ставки за кредитами і депозитами у комерційних банках України і, як наслідок, на величину кредитів і позик, сукупний попит в економіці та інфляцію. Таким чином, у періоди економічного спаду або рецесії НБУ може застосувати ліберальний напрям – напрям стимулювання економіки, через вплив на грошовий ринок, впроваджуючи рішення щодо: зменшення коефіцієнтів резервних вимог; зменшення кількості кредитів рефінансування, з відповідним зменшенням ставки рефінансування; придбання цінних паперів на відкритому ринку капіталів.

З іншого боку, в періоди інфляційного тиску і загрози макроекономічній стабільності НБУ може впроваджувати заходи, які обмежують економічне

зростання: підвищити резервні вимоги; обмежити пул рефінансування; підвищити облікову ставку; реалізувати облігації НБУ.

У першому випадку НБУ ліберальною грошово-кредитною політикою підвищуватиме зростання грошей в обігу; у другому випадку, що є обмежувальною грошово-кредитною політикою, – зменшує обсяг зайвих грошей в обігу.

Інструментарій регулювання процентної ставки грошового ринку формує імпульси, які створюють умови для функціонування грошового ринку. Внаслідок цього відбувається формування попиту та пропозиції на гроші та їх вартість, що визначає вартість позикового капіталу в банківській системі.

Апріорі, якщо НБУ впливає на грошову масу, можна виокремити три групи цілей регулювання НБУ процентної ставки грошового ринку [102]: стратегічні; проміжні; операційні.

Стратегічні цілі є кінцевими цілями покращення загальної економічної ситуації в Україні. У своїй діяльності НБУ може або акцентувати увагу на підтримці динаміки економічного розвитку і зайнятості, або прагнути підтримувати низький рівень цін.

Вибір пов'язаний із тим, яким є домінуюче розуміння завдань НБУ і грошового ринку в країні. В особливих випадках НБУ визначає обидві цілі одночасно, хоча вони конкурують між собою. Тому варто чітко формулювати алгоритм та методику застосування процентної політики у конкретних умовах, як реакцію на конкретні індикатори ринку, із конкретними обмеженнями щодо рівня процентних ставок у тій чи іншій ситуації. Це складно, проте актуально саме в умовах України. У той час, як монетарна влада (НБУ) намагається стабілізувати ціни, боротись із девальвацією валюти, реалізація завдань здійснюється за рахунок стримування економічного розвитку.

Формування стратегічних цілей залежить не лише від економічних причин, але й від ступеня незалежності НБУ від уряду, а отже, незалежності грошово-кредитної політики від поточних політичних інтересів. Це актуально для України, де політичні пріоритети перемагають над фінансовим

прагматизмом та професійністю у банківській сфері.

Стратегічні цілі реалізуються через щоденні фінансові операції НБУ (детально розглянуті в пункті. 2.1). Проте складно прослідкувати прямі причинно-наслідкові зв'язки між інструментами, спрямованими на досягнення стратегічних цілей. Тому доречно обрати проміжні цілі, інформація про досягнення яких надходить більш оперативно. Їх контроль і, можливо, коригування здійснюються для досягнення стратегічних цілей і забезпечення ефективності грошово-кредитної політики.

ЦБ реалізують три проміжні цілі грошово-кредитної політики [185]:

- забезпечення оптимального рівня номінальних процентних ставок;
- забезпечення оптимального рівня грошової маси;
- забезпечення оптимального рівня кредитних лімітів.

Останній параметр не є безпосередньо ринковим інструментом для формування попиту, проте широко використовується у різних країнах. Іноді з-поміж проміжних цілей згадується навіть національний дохід і бажана структура процентних ставок [102].

Виконання проміжних цілей вимагає від НБУ реалізовувати більш конкретні операційні цілі, яких НБУ здатен досягати під час поточного використання інструментів грошово-кредитної політики. Операційними цілями можуть бути:

- бажана величина грошової бази;
- бажаний рівень процентної ставки на грошовому ринку.

Дотримання вказаних параметрів дозволяє ефективно контролювати увесь запас грошей у країні та всі процентні ставки.

Проблема вибору між контролем грошової бази та базової процентної ставки на грошовому ринку виникає з дискусії про грошову масу і процентні ставки як основний інструмент непрямого впливу на економіку з боку ЦБ [85]. Якщо звертатися до теоретичних концепцій (більш детально представлених у першому розділі роботи), це дискусія про пріоритетність кейнсіанського та

монетаристського (М. Фрідмен) підходу. Контроль грошової маси передбачає застосування для управління монетарну базу, натомість вибір процентної ставки пов'язаний із необхідністю застосовувати певну процентну ставку на грошовому ринку.

Зважаючи на фінансово-економічну кризу в нашій країні, потреба вибору цілей НБУ зумовлена певними умовами застосування (рис. 3.16).

Таким чином, існуючого інструментарію процентної політики НБУ недостатньо для одночасного утримання макроекономічної стабільності та збалансованості грошового ринку. Виникає проблема непристосованості інструментів регулювання грошового ринку до цілей регуляторної політики.

Оскільки, з одного боку, пріоритетним є досягнення стабільності цін, а з іншого, – стабільності грошового ринку, зниження безробіття або економічне зростання (або, як мінімум – завдання не стримувати цього зростання інструментами НБУ), цього неможливо досягти за допомогою лише регулювання процентної ставки НБУ. Кількість інструментів повинна щонайменше відповідати кількості цілей.

Для стабілізації на грошовому ринку, наприклад, потрібно утримувати процентну ставку на рівні, вищому, ніж вимагає цього макроекономічна стабілізація, що у результаті спричинить зростання рівня безробіття та падіння прибутків підприємств.

Отже, використання виключно процентної ставки як головного знаряддя досягнення цілей НБУ у сфері макроекономічної стабілізації й стабілізації грошового ринку може призвести до конфліктних ситуацій у досягненні окремих цілей.

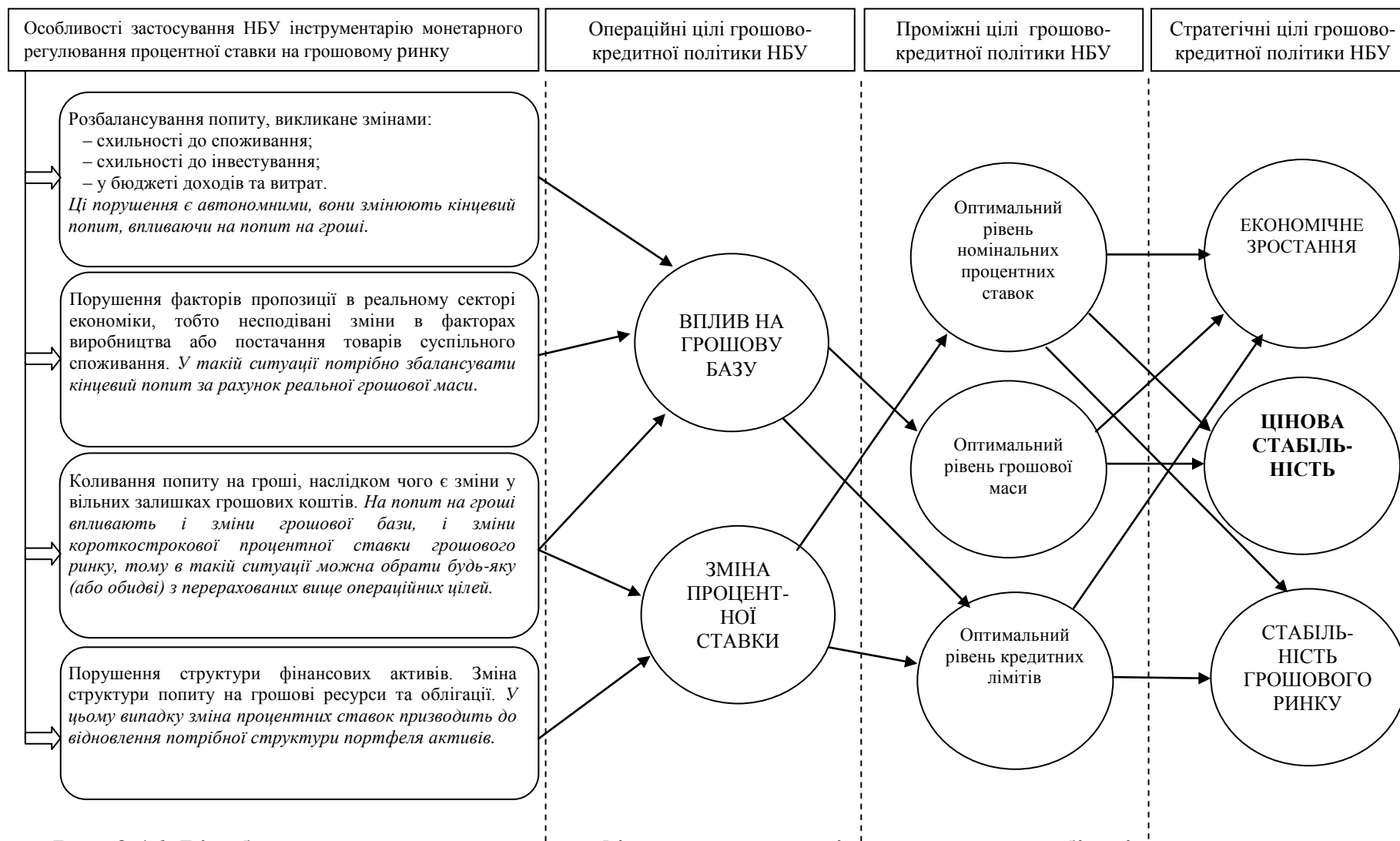


Рис. 3.16. Відображення впливу поточної фінансово-економічної кризи на вибір цілей монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України

Джерело: розроблено автором

Тому, на нашу думку, процентну ставку варто використовувати головним чином для макроекономічної стабілізації (утримання низького рівня інфляції і більшого – зайнятості) або застосовувати інші додаткові знаряддя для утримання стабільності грошового ринку. Для цього можна, наприклад, використовувати відповідно сконструйовані механізми регулювання, що будуть обмежувати небажані наслідки зростання нерівноваги на грошовому ринку [218; 223; 274].

Можливе розширення цілей грошово-кредитної політики НБУ, і, власне, перетворення її у політику, метою якої є не тільки макроекономічна стабілізація у традиційному розумінні, але також стабілізація всього грошового ринку, вимагає забезпечення таких умов:

1. Охоплення наглядом НБУ всіх суб'єктів грошового ринку. Інституції нагляду повинні, з одного боку, збирати детальну інформацію, що стосується суб'єктів і видів діяльності, які потенційно можуть створювати загрозу для грошово-кредитної системи, з іншого, – повинні контролювати дію цих суб'єктів для застосування інструментів регулювання за потреби, тобто при досягненні індикативного рівня конкретних показників і норм, що є важливими для застосування конкретних інструментів.

2. Введення інструментів регулювання в умовах глобалізації грошових ринків, що повинно бути координованим у міжнародному масштабі. Це особливо важливо для України на сучасному етапі, оскільки спостерігаємо суттєву залежність від зовнішніх кредитних організацій (МВФ, Світовий банк, ЄБРР тощо), що потребує узгоджених дій ключових інституцій України та ЄС. В іншому випадку ймовірним є посилення впливу негативних факторів можливих відмінностей у підходах до регулювання, що значно обмежить дієвість такої грошово-кредитної політики, нівелює сенс її застосування. Тут потрібні політичні рішення, прийняті на міжнародних форумах (група G20 тощо). У разі загального порозуміння повинні фіксуватися відпрацьовані чіткі правила і принципи грошово-кредитної політики, наприклад у межах таких організацій, як Базельський комітет і МВФ.

Донедавна основним каналом надання грошових коштів банківській системі були валютні інтервенції НБУ. Політика регулятора, спрямована на контроль за ринковим курсом гривні в умовах негативного сальдо платіжного балансу, припускала вилучення грошової маси через валютний канал (що одночасно обумовлювало витрачання значних валютних резервів у вказаний період). Низький рівень банківської ліквідності чинив несприятливий вплив на кон'юнктуру грошового ринку. Так, короткострокові ставки міжбанківського кредитування, як правило, знаходилися поблизу верхньої межі процентного коридору НБУ (фіксованої облікової ставки регулятора).

В умовах масштабного відтоку капіталу з країни в останні роки НБУ стикнувся з необхідністю значного розпродажу валютних резервів для підтримки курсу гривні. Дії НБУ були вимушеним заходом, оскільки вітчизняна банківська система, орієнтована на поточну курсову політику регулятора, виявилася не готовою до глибокої девальвації національної валюти, проте така девальвація відбулась у 2014-2015 рр. Одночасно для компенсації відтоку ліквідності через валютний канал регулятор був змушений різко розширити коло кредитних інструментів надання ліквідності.

Наслідком некомпенсованого відтоку ліквідності за бюджетним каналом (разом із чинником зростання попиту економічних агентів на готівку) стало формування структурного дефіциту ліквідності банківського сектора (різниця між сумарним обсягом ліквідних активів банківської системи і зобов'язань кредитних організацій за операціями з НБУ), що проявляється в істотно негативній чистій ліквідній позиції.

Структурний дефіцит ліквідності (ситуації, коли кредитування з боку регулятора є необхідною умовою підтримки ліквідності банківського сектора), який спостерігається на сьогодні в Україні, є поширеним явищем у світовій практиці і в цілому не є недоліком, що вимагає негайного виправлення. У той же час режим підтримки банківської ліквідності обумовлює істотне посилення вимог до ефективності функціонування саме процентного каналу трансмісійного механізму монетарної політики.

Однією з важливих структурних проблем ринку є низький рівень попиту учасників на середньострокові інструменти рефінансування. Використання переважно короткострокового фінансування (найбільш затребувані – кредити на 1 день) збільшує загальний рівень ризиків банківської системи, проте учасники ринку не зацікавлені у використанні триваліших інструментів через їх високу вартість.

Окремою проблемою є зростаючі ризики фінансового сектора економіки, зокрема тенденція до зростання обсягів прострочених кредитів як у корпоративному, так і в споживчому сегменті. На нашу думку, характер такої реакції знаходиться в площині нормативного регулювання і не буде пов'язаний із коригуванням процентної політики (з урахуванням того, що кредитування корпоративного сектора майже не здійснюється, а загальний рівень кредитних ставок в економіці дуже високий).

Нині на ринку домінують очікування зниження ключових процентних ставок грошового ринку, в той же час дії НБУ з поліпшення роботи процентного каналу трансмісійного механізму повинні самі по собі привести до пом'якшення монетарних умов в економіці за рахунок зниження «премій за ризик» на грошовому і кредитному ринку через формування ефективного механізму монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України. У зв'язку з цим, на нашу думку, дії регулятора (НБУ) з коригування ключових ставок повинні погоджуватися й залежати від наслідків реалізації заходів із удосконалення системи рефінансування банків. Більше того, коригування ключових ставок було би логічним за результатами проведення вказаних заходів.

Варто також додати: в складній ситуації, що спостерігається на ринку праці (високий рівень безробіття), і за низького рівня завантаження виробничих потужностей інфляційні ризики монетарного стимулювання економіки істотно зменшилися. Це також означає: дії НБУ в сфері процентної політики повинні бути гранично зважені, адже завдання зростання виробництва та підтримання зайнятості є одними з основних макроекономічних завдань, яким не має

суперечити принципово діяльність НБУ зі стримування інфляції, темпи якої доки знаходяться істотно вище за планові орієнтири.

Аналіз макроекономічних чинників грошового ринку дозволяє зробити висновок про те, що в короткостроковій перспективі (до кінця 2016 року) вектор політики регулятора зі значною ймовірністю спрямовуватиметься на пом'якшення монетарних умов з метою забезпечення стимулюючого характеру грошово-кредитної політики в умовах уповільнення темпів «падіння» економіки та жорсткої бюджетної політики. Якщо будуть отримані позитивні «сигнали ринку» стосовно виходу з кризи та можливості розвитку грошового ринку, готовності до збільшення обсягів кредитування економіки через банківську систему, в повному обсязі дії НБУ в напрямі розгортання механізму монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України будуть відчутні у наступному році (2017 р.).

Розвиток вітчизняної економіки в останні роки під впливом зовнішніх факторів, особливостей грошово-кредитної, бюджетно-фіскальної і в цілому державної економічної політики значно впливає на взаємозв'язки між показниками грошового і реального секторів економіки.

Реалізація відповідної політики регулювання процентної ставки НБУ через зміни облікової ставки НБУ, ринкових процентних ставок, обмінного курсу, цін на фізичні й фінансові активи впливає на реальний сектор економіки. Так, підвищення офіційної процентної ставки чинить опосередкований вплив на діяльність економічних агентів реального сектора економіки через дорожчання банківських кредитів. Ця дія виявляється у тому, що підвищення ціни банківських кредитів (зростання позикового відсотка) призводить до зростання витрат по обслуговуванню кредитів. Тим самим знижується прибуток у СГ, а це, в свою чергу, підвищує вимоги до окупності інвестиційних проектів, наслідком чого є зниження інвестицій.

У реальному секторі економіки, як і раніше, зберігаються високі ризики при кредитуванні СГ. Українські комерційні банки не виконують функцію створення грошей в економіці. Підвищення процентних ставок за банківськими

кредитами збільшує вартість оборотного капіталу, що залучається та фінансується в основному за рахунок кредитів. Зростання процентної ставки може означати потенційне скорочення СГ чисельності зайнятих працівників. Оскільки зростання облікової ставки НБУ носить неоднозначний характер, то економічні агенти, що мають депозити у банках, на які нараховуються відсотки, отримують вигоду від підвищення процентної ставки. У цьому випадку вони можуть збільшити інвестиції у власне виробництво, у фінансові активи або виплачувати акціонерам більш високі дивіденди (при акціонерній формі власності підприємства). Але в умовах України таке зростання вигід СГ є ризикованим через активізацію банкрутств вітчизняних банків.

Очевидно, саме фінансово-економічна криза та названі проблеми посприяли активному реформуванню грошово-кредитної політики шляхом переходу до режиму плаваючого курсу гривні та ІТ. Підвищення гнучкості курсоутворення дозволило НБУ скоротити свою участь в операціях на внутрішньому валютному ринку, одночасно закрило основний канал надходження грошових коштів на ринок.

Механізмом проведення грошово-кредитної політики НБУ є контроль процентних ставок. Головною ознакою операційних меж цієї політики має бути здатність монетарного регулювання процентних ставок досягати поставленої мети (рівень інфляції).

Механізм монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України визначається як реалізація розроблених НБУ заходів із управління показниками грошового ринку, аналіз отримуваних результатів і наступне коригування здійснюваних заходів з метою забезпечення загальної збалансованості економічної системи. На нашу думку, головна специфіка такого механізму полягає у встановленні зворотних зв'язків між заходами, що реалізуються, і показниками грошового ринку. Саме інтенсивність таких зв'язків визначає ефективність механізму монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України. Ключовим елементом такого механізму повинна стати чітко визначена облікова процентна ставка.

Існування каналів впливу грошово-кредитної політики на макроекономічні показники зумовлює застосування НБУ методів впливу на грошову масу, процентну ставку, банківські резерви. Ці методи звичайно застосовуються у певному поєднанні, виходячи з конкретної макроекономічної ситуації. Нині широко використовуються методи впливу на процентну ставку і банківські резерви.

До цільових показників механізму монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України відносяться: грошові агрегати, величина коливань процентної ставки, інфляція, резерви банківської системи, валютний курс. На нашу думку, важливо розрізняти цілі грошово-кредитної політики НБУ і цільові показники механізму монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України. Вказані цілі грошово-кредитної політики є довгостроковими, а результати заходів, здійснюваних для їх досягнення, проявляються з певним часовим лагом. Тому НБУ ставить перед собою проміжні (забезпечення оптимального рівня номінальних процентних ставок; забезпечення оптимального рівня грошової маси; забезпечення оптимального рівня кредитних лімітів) і операційні цілі (бажана величина грошової бази; бажаний рівень процентної ставки грошового ринку).

На рис. 3.17 відображено удосконалення механізму системи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України. Відображений механізм, на нашу думку, забезпечує через реалізацію своїх структурних елементів (принципи, методи, інструменти, інфраструктуру, правове, нормативне та інформаційне забезпечення) генерування та передачу імпульсів грошово-кредитної політики, за допомогою яких НБУ реалізовує свою мету, зокрема забезпечення цільового рівня інфляції у країні. Також він передбачає удосконалення інструментів монетарного регулювання процентних ставок грошового ринку шляхом:

– розширення інструменту впливу на види процентних ставок (поширення операцій на відкритому ринку та операцій рефінансування комерційних банків);

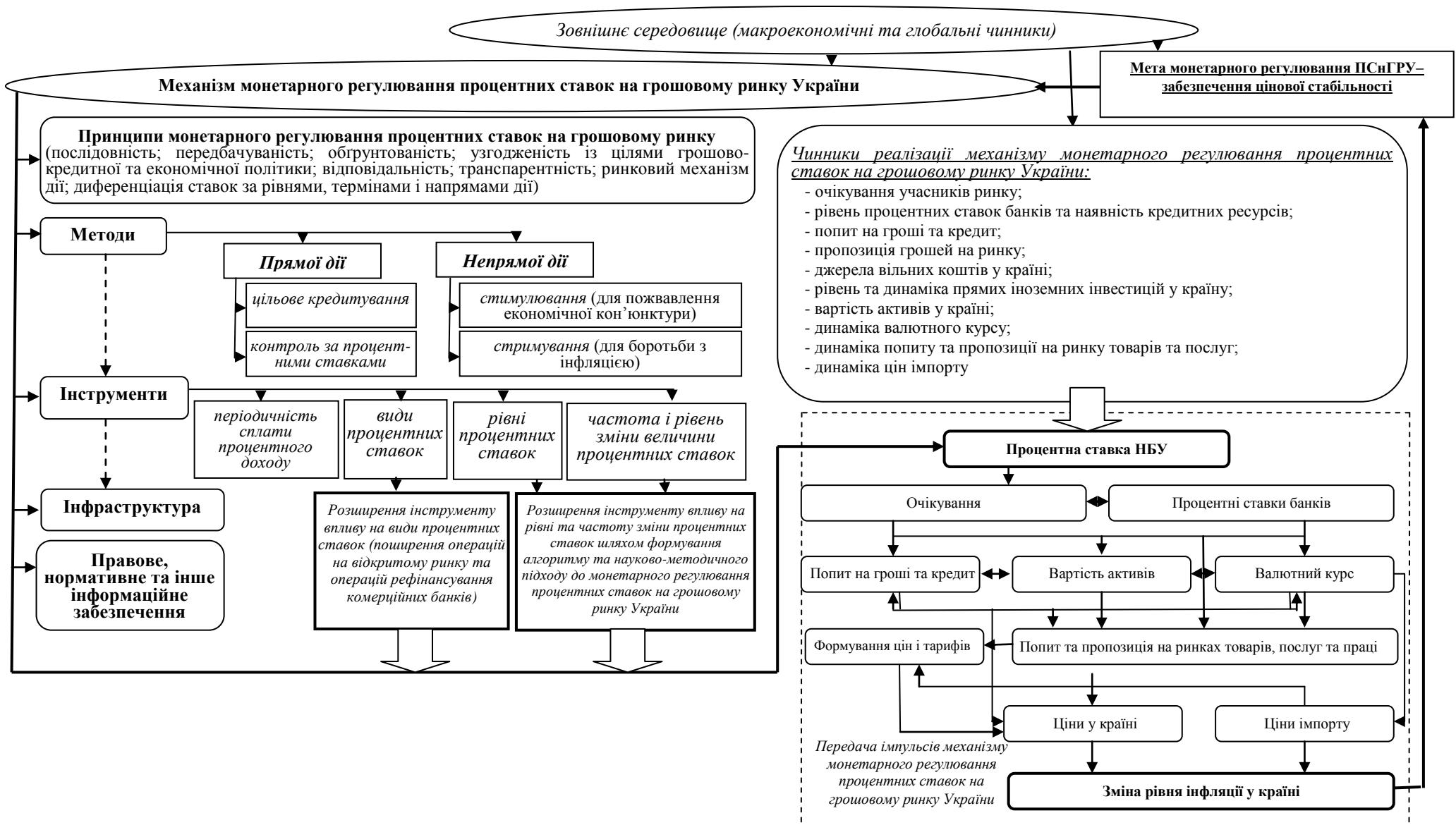


Рис. 3.17. Візуалізація удосконаленого механізму монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України
Джерело: розроблено автором

– розширення інструменту впливу на частоту і рівень зміни процентних ставок, за допомогою формування алгоритму монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку (див. пункт 3.2.).

Таким чином, зміна процентних ставок грошового ринку за ініціативою НБУ вводить у дію певні механізми і реакцію СГ, щоб безповоротно вплинути на рівень цін. Зміни процентної ставки НБУ, обумовлені застосуванням відповідних методів та інструментів, викликають зміни ставок грошового ринку, а також впливають на ринкові очікування (див. рис. 3.17). У свою чергу, це спричиняє зміну пропозиції грошової одиниці й кредиту, вартості активів і валютних курсів. Зміни процентних ставок і вартості фінансових активів впливають надалі на рішення домашніх господарств і підприємств стосовно заощаджень, видатків та інвестицій. Рівень споживання й інвестиції впливають на співвідношення внутрішнього попиту на товари і послуги до їх пропозиції. Коли попит перевершує пропозицію (за інших незмінних умов), з'являється тиск на зростання цін. Крім того, сукупні зміни попиту можуть спричинити звуження або пом'якшення умов роботи на суміжних ринках, що може вплинути на формування рівня цін на цих ринках.

Зміни валютних курсів впливають на ціни трьома способами: безпосередньо на ціни імпортованих товарів; за посередництва цін імпортованої сировини перекладаються на ціни кінцевих продуктів, для виробництва яких використовується іноземна сировина; через зміни конкурентоспроможності товарів країни по відношенню до закордонних відбувається зміна внутрішнього попиту на продукти країни.

Наступним важливим напрямом впливу монетарної політики регулювання процентної ставки на цінову ситуацію є її вплив на очікування приватного сектора. Така політика може чинити сильний безпосередній вплив на ціни через керування інфляційними очікуваннями СГ, тим самим впливаючи на їх збереження при встановленні рівня цін.

Вирішальною є послідовність дій НБУ в тривалому утриманні стабільності цін. СГ очікуватимуть стабільних цін лише тоді, коли довірять здатності НБУ їх утримувати. У разі стабільних цін суб'єкти, що

встановлюють ціни, їх не підвищуватимуть з метою недопущення зростання інфляції.

Специфіка дії удосконаленого нами механізму регулювання процентних ставок грошового ринку в тій чи іншій країні визначається особливостями монетарної політики ЦБ, а також структурними характеристиками економіки у цілому і фінансової системи зокрема. Так, країни з ринками, що формуються, і перехідними економіками (зокрема, і Україна) – це, як правило, відкриті економіки зі слаборозвиненим і високодоларизованим фінансовим сектором, де домінуюча роль належить банкам. З цієї причини важливу роль в трансмісійному механізмі грошово-кредитної політики названих країн відіграють канали обмінного курсу і банківського кредитування. Слаборозвинений фінансовий ринок обумовлює слабку значущість або незначущість взагалі змін цін на фінансові активи у процентному і кредитному каналах монетарної трансмісії [228; 233; 282]. Водночас слід враховувати євроінтеграційні процеси в країні, що потребує певної уніфікації та орієнтації на стандарти та досвід країн ЄС.

Таким чином, схема (див. рис. 3.17) та її опис характеризують не лише структуру механізму та його базовий інструментарій, але й процес передачі імпульсів грошово-кредитної політики НБУ в межах механізму монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України. Це призводить до того, що між рішенням стосовно зміни процентних ставок та виявленням їх повних наслідків спостерігаються значні, часто довготермінові (навіть кілька років), відставання. До того ж, поточний характер і порядок здійснення грошово-кредитної політики в Україні, включаючи недостатню ефективність застосування на даному етапі облікової ставки як інструменту забезпечення стабільності грошового ринку, залежність від обмінного курсу як переважаючого інструменту грошово-кредитної політики і високої доларизації, знижують потенціал політики забезпечення стабільності цін і протидії внутрішнім і зовнішнім шокам.

Отже, в арсеналі НБУ є інструменти монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку. Але за загальновизнаної дієвості

грошово-кредитної політики при регулюванні короткострокових процентних ставок ефективність використання окремих інструментів грошово-кредитної політики є змінною величиною, яка залежить від системи чинників: розвитку економічного середовища, менталітету СГ та законодавчої бази, впливу європейських стандартів та вимог партнерства у межах асоціації України та ЄС тощо. Тому для НБУ важливим аспектом удосконалення системи монетарного регулювання процентних ставок є постійна адаптація можливостей інструментів грошово-кредитного регулювання до певного стану трансформаційних процесів. Дієвість застосування окремих інструментів грошово-кредитного регулювання доцільно визначати у контексті стану економіки та розвитку механізмів монетарної сфери.

Висновки до розділу 3

У результаті формування нових наукових рішень, спрямованих на розвиток системи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України, досліджено світовий досвід монетарного регулювання процентних ставок на сучасному грошовому ринку та охарактеризовано перспективи його застосування в Україні; сформовано концепцію розвитку монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України та представлено алгоритм такого регулювання; описано та обґрунтовано склад і способи реалізації механізму монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку. В процесі дослідження сформульовані наступні висновки та узагальнення:

1. З'ясовано, що у кризовий (період світової фінансово-економічної кризи 2008 року) та післякризовий період у більшості країн світу відбуваються процеси реформування інструментарію грошово-кредитної політики, застосування нових монетарних режимів, спрямованих на забезпечення та підтримку цінової та макроекономічної стабільності, стабільності грошового ринку; вдосконалюються механізми координації грошово-кредитної та бюджетно-фіскальної й загальної макроекономічної політики держави; посилюється роль ЦБ у процесах регулювання та нагляду за діяльністю суб'єктів грошового ринку.

2. Проаналізовано досвід монетарної політики економічно розвинених держав та об'єднань, країн, які активно розвиваються, країн із новою ринковою економікою. Встановлено: регулювання процентних ставок грошового ринку є ключовою метою та призначенням інструментів монетарної політики, що у майбутньому забезпечить цінову стабільність.

3. Визначено, що в Україні доцільним є впровадження успішного досвіду процентної політики на основі ІТ (поширеним у Європі, економічно розвинутих країнах та найбільш успішних країнах, що розвиваються). В Україні є можливість встановлення не лише рівня інфляції, але й рівня безробіття (як в США), або інших показників, із обґрунтуванням можливостей безпосереднього

втручання НБУ в діяльність грошового ринку в особливих випадках (зокрема, як розповсюджено в Польщі) з метою його стабілізації у сучасних нестабільних умовах чи під впливом зовнішніх (економічних, політичних тощо) факторів.

4. Сформовано напрями розвитку монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України через встановлення обґрунтованого рівня облікової ставки Національного банку України та її коригування відповідно до змін умов ринку. Це дозволило представити алгоритм монетарного регулювання процентних ставок, визначаючи послідовність етапів здійснення даного процесу, з урахуванням впливу принципово важливих умов і факторів.

5. Обґрунтовано потребу в розширенні інструментарію регулювання процентних ставок на грошовому ринку України шляхом збільшення впливу на види процентних ставок (через поширення операцій на відкритому ринку та операцій рефінансування комерційних банків), а також на рівні та характер зміни процентних ставок (через алгоритм монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України).

6. Запропоновано перспективи удосконалення системи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України шляхом модернізації функціонування елементів механізму такого регулювання: генерування та передачі імпульсів грошово-кредитної політики, за допомогою яких НБУ забезпечує цільовий рівень інфляції у країні. Особливість такого механізму – наявність зворотних зв'язків між заходами, що реалізуються, і показниками грошового ринку. Інтенсивність таких зв'язків визначає дієвість механізму. Ключовий елемент такого механізму – чітко визначена облікова процентна ставка.

Основні наукові результати розділу опубліковані в працях: [125; 129; 135; 136; 140; 266].

ВИСНОВКИ

У дисертації здійснено теоретичне узагальнення і запропоновано нове вирішення важливої наукової проблематики, що розкривається у комплексному дослідженні та обґрунтуванні теоретичних і методичних питань монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України. За результатами проведеного дослідження сформульовано відповідні висновки та пропозиції, які мають важливе теоретико-методичне і науково-практичне значення.

1. Розкрито економічну сутність поняття «грошовий ринок» через дослідження його фінансової, макроекономічної та організаційної складових: за фінансовою складовою це сукупність фінансово-кредитних відносин між суб'єктами ринку, що активізує грошовий обіг; за макроекономічною складовою – структурний елемент національного ринку, сукупність грошових ресурсів країни, що постійно переміщуються, розподіляються та перерозподіляються під впливом суб'єктів грошового ринку; за організаційною складовою – сукупність суб'єктів, які організують та супроводжують перехід коштів від їх власників до позичальників. Під час аналізу стану функціонування грошового ринку та макроекономічних процесів на ньому макроекономічний та фінансовий підходи повинні доповнювати один одного.

2. Виділено історичні етапи розвитку сутності процента та теоретичні підходи до його регулювання. Доведено, що сучасні теоретичні моделі монетарної політики є синтезом кейнсіанства та монетаризму. З'ясовано сутність монетарного трансмісійного механізму, виокремлено канали монетарної трансмісії, що застосовуються у моделях центральних банків країн світу та України. Розвинуто сутність монетарного регулювання процентних ставок грошового ринку, під яким розуміємо процес впливу регулятора грошового ринку на процентні ставки, використовуючи методи, форми та інструменти регулювання, для досягнення стратегічних цілей грошово-кредитної політики держави. Представлено монетарне регулювання процентних ставок на грошовому ринку як систему економічних відносин із організаційно-правовим і методичним підґрунтям, інструментарієм впливу суб'єкта регулювання на його об'єкт. Обґрунтовано принципи встановлення процентних ставок на грошовому ринку НБУ з попереднім їх закріпленням на законодавчому рівні.

3. Ідентифіковано складові системи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку. Зокрема, механізм монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України розкрито через: принципи застосування інструментарію монетарного регулювання процентних ставок НБУ; методи, що використовуються для розроблення та реалізації процентної політики; інструменти впливу на середовище реалізації процентної політики; інфраструктуру реалізації процентної політики; правове, нормативне, інше інформаційне забезпечення процентної політики.

4. Виокремлено етапи становлення процентної політики НБУ. Охарактеризовано й розвинуто інструментарій оцінювання рівня взаємного впливу монетарних і макроекономічних показників із обліковою ставкою НБУ на грошовому ринку. Виявлено проблеми у регулюванні процентної ставки в Україні та визначено шляхи їх вирішення.

5. Здійснено факторний аналіз зміни офіційної облікової ставки НБУ. Відображено вплив зміни однієї змінної на динаміку іншої, що дало змогу побудувати логічно-структурні схеми причинно-наслідкових зв'язків між обліковою ставкою НБУ та макроекономічними показниками. Зокрема, за період 2006-2014 рр. факторами впливу на офіційну облікову ставку НБУ були такі показники: капітальні інвестиції, ставка LIBOR 3-Month; факторами-наслідками впливу офіційної облікової ставки НБУ – ВВП, середньозважена процентна ставка комерційних банків за наданими кредитами, капітальні інвестиції, індекс споживчих цін. Охарактеризовано реконфігурацію окремих факторів під впливом макроекономічних змін кризового періоду впродовж останніх років. Встановлено, що у період політичної та економічної кризи 2015 року облікова ставка перестала бути фактором-причиною впливу на такі показники, як: ВВП, середньозважена процентна ставка за кредитами комерційних банків, капітальні інвестиції та індекс споживчих цін, а відтак не є дієвим інструментом монетарної політики. Результати аналізу вказують на доцільність визначення послідовності дій для встановлення обґрунтованого рівня облікової ставки НБУ.

6. Доведено вплив активізації процентного каналу монетарного трансмісійного механізму на стабілізацію вітчизняного грошового ринку через: представлення визначальних аспектів регулювання для стабілізації грошового ринку; характеристику умов дієвого залучення інструментів регулювання

процентної ставки в межах грошово-кредитної політики, здійснюваної НБУ; систематизацію критеріїв, орієнтирів та показників його впливу на регулювання процентних ставок на грошовому ринку.

7. Встановлено, що регулювання процентних ставок на грошовому ринку є головною метою забезпечення цінової стабільності. З'ясовано можливості впровадження в Україні успішного світового досвіду монетарного регулювання для розроблення та реалізації процентної політики на основі ІТ.

8. Сформовано напрями розвитку монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України через встановлення обґрунтованого рівня облікової ставки НБУ, що сприяє стримуванню інфляційних процесів, забезпеченню стабільного функціонування грошового ринку та економічної системи країни. Представлений алгоритм монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України відображає послідовність етапів цього процесу, з урахуванням впливу: інфляції та ділової активності, ліквідності банківської системи, споживання, інвестицій, заощаджень, підвищення рівня капіталізації банків.

9. Удосконалено механізм монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України шляхом: реалізації НБУ заходів із управління показниками грошового ринку; аналізу результатів і подальшого їх планового коригування; здійснення заходів для забезпечення загальної збалансованості економічної системи. Особливістю такого механізму є наявність зворотних зв'язків між заходами, що реалізуються, і показниками грошового ринку. Інтенсивність таких зв'язків характеризує дієвість механізму монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України. Визначальний елемент механізму – ефективна облікова процентна ставка.

Системне використання розроблених у дисертації рекомендацій та пропозицій щодо реалізації процесу монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку дасть змогу забезпечити стабільне функціонування грошового ринку, розширити можливості застосування процентної політики ЦБ, сприятиме стримуванню інфляційних процесів та розвитку економічної системи України.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Алімпієв Є. В. Класифікація передавальних каналів фінансово-монетарної трансмісії [Електронний ресурс] / Є. В. Алімпієв // Ефективна економіка. – 2013. – № 8. – Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/UJRN/efek_2013_8_14
2. Аналіз ефективності монетарної політики Національного банку України [Електронний ресурс] / Офіс з фінансового та економічного аналізу у Верховній Раді України. – 2016. – Режим доступу: https://feao.org.ua/wp-content/uploads/2016/08/FEAO_Analysis-of-the-NBU-Monetary-Pollicy-Effectiveness_A5_03.pdf
3. Амосов О. Ю. Перетворення механізмів державного регулювання економічного розвитку / О. Ю. Амосов // Державне управління та місцеве самоврядування : збірник наукових праць: У 2 ч. / [за заг. ред. Г. І. Мостового, Г. С. Одінцової]. – Харків : ХарПІДУ УАДУ, 2001. – Вип. 2. – С. 10-16.
4. Амосов Ю. А. Побудова організаційної структури банківського контролю / Ю. А. Амосов, М. М. Коваленко // Теорія та практика державного управління. – 2012. – Вип. 1(36). – С. 3-14.
5. Антология экономической классики / Т. Мальтус, Д. Кейнс, Ю. Ларин ; [авт. предисл. и сост. И. А. Столяров]. – М. : «Эконов» – «Ключ», 1993. – 486 с.
6. Аржевітін С. М. Канали монетарної трансмісії / С. М. Аржевітін // Фінанси, облік і аудит : збірник наукових праць ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана». – К., 2009. – Вип. 13. – С. 7-13.
7. Базилевич В. Д. Інтелектуальні новації Є. Слуцького та їх вплив на розвиток світової економічної науки / Базилевич В. Д. // Є. Слуцький. Визнання. Творча спадщина з погляду сучасності / [за ред. В. Д. Базилевича]. – К. : Знання, 2007. – С. 21-69.
8. Банківська енциклопедія / [за ред. А. М. Мороза]. – К. : Фірма «Ельтон», 2003. – 328 с.

9. Банківська система / [М. І. Крупка, Є. М. Андрущак, Н. Г. Пайтра та ін.; за ред. М. І. Крупки]; Львів. нац. ун-т ім. Івана Франка. – Львів : ЛНУ ім. Івана Франка, 2013. – 554 с.
10. Банківська система України: становлення і розвиток в умовах глобалізації економічних процесів : монографія / [Адамик Б. П., Бялянт Г. Р., Галицейська Ю. М. та ін. ; за ред. д.е.н., проф. О.В. Дзюблюка]. – Тернопіль : Вектор, 2012. – 358 с.
11. Баріда Н. П. Грошова пропозиція та її вплив на соціально-економічний розвиток [Електронний ресурс] / Н. П. Баріда // Ефективна економіка. – 2013.]№ 13. – Режим доступу : <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=2062>
12. Бем-Баверк Е. Основы теории ценности хозяйственных благ // Австрийская школа в политической экономии К. Менгер, Е. Бем-Баверк, Ф. Визер ; [пер. с нем.; под.ред. В.С. Автономова]. – М. : Экономика, 1992. – С. 243-426.
13. Береславська О. І. Міжнародні розрахунки та валютні операції [Електронний ресурс] / О. І. Береславська, О. М. Наконечний, М. Г. Пясецька. – Режим доступу : <http://library.if.ua/book/131/8677.html>
14. Бланк А. І. Управління використанням капіталу. Методичний інструментарій оцінки вартості використовуваного капіталу в часі [Електронний ресурс] / Назва з екрану – Режим доступу: <http://library.if.ua/book/157/10262.html>
15. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе [Електронний ресурс] / М. Блауг. – Режим доступу : http://v1.ucoz.org/load/istorija_ekonom_uchenij/blaug_m_ekonomicheskaja_mysl_v_retrospektive_djvu/6-1-0-15
16. Большой экономический словарь [Електронний ресурс] / [под ред. А. Н. Азрилияна]. – Режим доступу : http://www.onlinedics.ru/slovar/buh/z/bolshoj_ekonomicheskij_slovar_pod_red_azrilijana_a_n.html

17. Бродська І. І. Економічна сутність оцінки вартості підприємства / І. І. Бродська // Економічні науки: збірник наукових праць. – 2007. – Вип. 4 (16). – Ч. 1. – С. 23-33. – (Серія «Облік і фінанси».).
18. Бюлетень Національного банку України (онлайн версія) [Електронний ресурс] / Національний банк України. Офіційне інтернет-представництво. – Режим доступу http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=57897
19. Васильев Ю. В. Проблемы независимости Национального банка Украины [Електронний ресурс] / Ю. В. Васильев. – Режим доступу http://www.rusnauka.com/36_PWMN_2010/Economics/76756.doc.htm
20. Великий тлумачний словник сучасної української мови / [уклад., гол. ред. В. Т. Бусел]. – К. : Ірпінь : Перун, 2007. – 1736 с.
21. Веріга Г. В. Механізми регулювання валютного ринку та аналіз ефективності їх інструментів / Г. В. Веріга // Економічний часопис – XXI. – 2015. – № 9-10. – С. 68-72.
22. Ветрова І. В. Правові основи реалізації грошово-кредитної політики Національного банку України : автореф. дис. к.ю.н. : спец. 12.00.07 «Адміністративне право і процес; фінансове право; інформаційне право» / І. В. Ветрова. – К., 2007. – 19 с.
23. Вісник Національного банку України (архів) [Електронний ресурс]. / Національний банк України. Офіційне інтернет-представництво. – Режим доступу: http://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=73080
24. Власова Н. О. Оцінка ефективності господарсько-фінансової діяльності підприємств громадського харчування : монографія / Н. О. Власова. – Х. : ХДУХТ, 1998. – 127 с.
25. Гальчинський А. С. Теорія грошей : [навч.-метод посібник] / А. С. Гальчинський. – К. : Основи, 2001. – 416 с.
26. Гальчинський А. У провалах економічної політики лєвова частка провини НБУ [Електронний ресурс] / А. Гальчинський. – Режим доступу : <http://gazeta.dt.ua/macrolevel/anatoliy-galchinskiy-u-provalah-ekonomichnoyi-politiki-levova-chastka-provini-nbu-.html>
27. Гонтарева обещает снизить инфляцию до 5% к 2019 году

[Електронний ресурс] / Бизнес-портал uaprom.info. – Режим доступу : <http://uaprom.info/news/146573-gontareva-obeshhaet-snizit-inflyaciyu-2019-godu.html>

28. Горкіна Л. П. Михайло Іванович Туган-Барановський – мислитель, вчений, громадянин / Л. П. Горкіна // М. І. Туган-Барановський. Політична економія: курс популярний. – К. : Наукова думка, 1994. – 264 с.

29. Грей С. Денежно-кредитные операции. Пособие по вопросам деятельности центральных банков [Електронний ресурс] / С. Грей, Н. Телбот. – Режим доступу : http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb24_ru.pdf

30. Гриценко А. А. Інститут таргетування інфляції: зарубіжний досвід і перспективи запровадження в Україні : монографія / А. А. Гриценко, Т. О. Кричевська, О. І. Петрик ; Інститут економіки та прогнозування НАН України. – К., 2008. – 272 с.

31. Гроші та кредит : підручник / [Савлук М. І., Мороз А. М., Лазепко І. М. та ін. ; за заг. ред. М. І. Савлука]. – [6-те вид., перероб. і доп.]. – К.: КНЕУ, 2011. – 590 с.

32. Гроші, банки та кредит: у схемах і коментарях / [Б. Л. Луців, Т. Г. Смовженко, Б. С. Івасів та ін.; за ред. Б. Л. Луціва]. – [2-ге вид.]. – Тернопіль : Карт-бланш, 2000. – 225 с.

33. Грошово-кредитна система України в умовах ринкових перетворень в економіці : монографія / [Дзюблюк О. В., Адамик Б. П., Галапун Н. Д. та ін. ; за ред. О.В. Дзюблюка]. – Тернопіль : Карт-Бланш, 2007. – 309 с.

34. Грошово-кредитна та фінансова статистика [Електронний ресурс] / Національний банк України. Офіційне інтернет-представництво. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=27843415&cat_id=44578#1

35. Грошово-кредитне регулювання в перехідних економіках: Проблеми методів і економічної ефективності / Башнянин Г. І., Драбовський А.

Г., Щедра О. В., Шпаргало Г. Є. – Львів. : Видавництво Львівської комерційної академія, 2008. – 160 с.

36. Грошово-кредитні засоби регулювання економіки : монографія / [Л. В. Кривенко, О. М. Дутченко, М. І. Синюченко та ін. ; за заг. ред. д-ра екон. наук Л. В. Кривенко]– Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2010. – 210 с.

37. Давидюк Т. С. Кредит та позиковий відсоток: історія розвитку та сучасність / Т. С. Давидюк / Комунальне господарство міст: науково-технічний збірник. – 2009. – № 89. – С. 296-303.

38. Демківський А. В. Гроші та кредит : навч. посібник / А. В. Демківський. – К. : Дакор, 2007. – 528 с.

39. Державне регулювання економіки в умовах глобалізації: монографія / [І. Р. Михасюк, З. М. Залого, О. Є. Сухай та ін. ; за наук. ред. І. Р. Михасюка]. – Львів : НВФ “Українські технології”, 2010. – 320 с.

40. Дзюблюк О. Антикризові заходи монетарної політики ФРС США: національні особливості і глобальні перспективи / О. Дзюблюк // Українська наука: минуле, сучасне, майбутнє. – 2014. – Вип. 19, ч. 1. – С. 25-34.

41. Дзюблюк О. В. Перспективи оптимізації трансмісійних механізмів грошово-кредитної політики в період кризових явищ на фінансових ринках / О. В. Дзюблюк // Фінанси, облік і аудит. – 2012. – Вип. 19. – С. 55-64.

42. Дзюблюк О. Особливості застосування політики облікової ставки як інструмента управління грошово-кредитними відносинами / О. Дзюблюк // Банківська справа. – 2000. – № 3. – С. 39-42.

43. Дзюблюк О. Формування процентної політики комерційних банків / О.Дзюблюк // Економіка України. – 2000. – № 12. – С. 24-30.

44. Дробышевский С. М. Внутренние аспекты денежно-кредитной политики России [Електронний ресурс] / С. М. Дробышевский, А. М. Козловская. – М. : Институт экономики переходного периода, 2002. – 167 с. – Режим доступу: www.iet.ru/ru/publikacii.html.

45. Економічна теорія Адама Сміта [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://redfox.if.ua/page/43-jekonomichna-teorija-adama-smita-11864.html>

46. Економічний енциклопедичний словник : у 2-х т. / С. В. Мочерний, Я. С. Ларіна, О. А. Устенко, С. І. Юрій; [за ред. С. В. Мочерного]. – Львів : Світ, 2011. – Т. 2 : О-Я. – 2011. – 568 с.
47. Енциклопедія банківської справи України / Національний банк України; [редкол. : В. С. Стельмах (голова) та ін.]. – К. : Молодь, Ін Юре, 2001. – 680 с.
48. Еш С. М. Фінансовий ринок : навчальний посібник / С. М. Еш. – К. : Центр учбової літератури, 2009. – 528 с.
49. Євразійські перспективи розвитку банківських систем : монографія / [за ред. О. Костюка, М. Лін, Г. Омета]. – Суми : ДВНЗ «УАБС НБУ», 2010. – 157 с.
50. Загородній А. Г. Фінансовий словник / Загородній А. Г., Вознюк Г. Л., Смовженко Т. С. – [4-те вид., випр. та доп.]. – К. : Т-во «Знання», 2002. – 566 с.
51. Зарождение и эволюция банковской деятельности в государствах разных правовых систем : коллективная монография [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://biznes-knigi.com/avtor-kollektiv-avtorov/2484-zarozhdenie-i-evolyuciya-bankovskoy-deyatelnosti-v-gosudarstvah-razlichnyh-pravovyh-sistem-kollektiv-avtorov.html>
52. Зведена таблиця індексів інфляції [Електронний ресурс] / Міністерство фінансів України. Офіційне інтернет-представництво. – Режим доступу : <http://index.minfin.com.ua/index/infl/?2016>
53. Зимовець В. В. Державна фінансова політика економічного розвитку / В. В. Зимовець. – К. : НАН України; Ін-т економіки та прогнозування, 1998. – 256 с.
54. Злупко С. М. Історія економічної теорії : підручник / С. М. Злупко. – К. : Знання, 2005. – 719 с.
55. Иванов В. М. Финансовый рынок [Електронний ресурс] / В.М. Иванов. – К. : МАУП, 2001. – 112 с. – Режим доступу : <http://subject.com.ua/pdf/133.pdf>
56. Индекс инфляции (Украина) [Електронний ресурс] – Режим

доступу : <http://index.minfin.com.ua/index/infl/?2016>

57. Іваницька О. М. Державне регулювання розвитку фінансової інфраструктури : монографія / О. М. Іваницька. – К. : Вид-во НАДУ, 2005. – 276 с.

58. Іванченко А. Основні складові механізмів державного регулювання зайнятості населення в Україні [Електронний ресурс] / А. Іванченко // Держава і ринок. – Режим доступу : <http://www.kbuara.kharkov.ua/e-book/putp/2012-1/doc/3/02.pdf>

59. Івасів Б. С. Гроші і кредит / Б. С. Івасів. – [3-е вид, змін. й доп.]. – Тернопіль : Карт-бланш, К. : Кондор, 2008. – 528 с.

60. Інвестиції до Китаю можуть досягти 100 млрд. дол. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://news.finance.ua/ua/news/-/220634/investytsiyi-do-kytau-mozhut-dosyagty-100-mlrd-dol>

61. Історія економічних учень : підручник : у 2 т. / [В. Д. Базилевич, Н. І. Гражевська, П. М. Леоненко та ін. ; за ред. Базилевича В. Д.]. – [2-ге вид.]. – К. : Знання, 2005. – Т. 1. – 567 с.

62. Історія економічних учень : підручник : у 2 т. / [В. Д. Базилевич, Н. І. Гражевська, П. М. Леоненко та ін. ; за ред. Базилевича В. Д.]. – [2-ге вид.]. – К. : Знання, 2005. – Т. 2. – 568 с.

63. Карпінський Б. А. Збалансованість фінансової системи: методологія, оцінка, порівняння : монографія / Б. А. Карпінський. – Львів : Логос, 2005. – 496 с.

64. Калінеску Т. В. Стратегічний потенціал підприємства: формування та розвиток : монографія / Т. В. Калінеску, Ю. А. Романовська, О. Д. Кирилов. – Луганськ : Вид-во СНУ ім. В. Даля, 2007. – 278 с.

65. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег: в 2 т. / Дж. М. Кейнс. – М. : Эконов, 1993. – Т. 2. – 434с. – (Антология экономической классики).

66. Килипенко Н. Є. Структура відсоткових ставок у грошово-кредитній системі / Н. Є. Килипенко // Науковий вісник НЛТУ України. – 2006. – Вип. 16.6. – С. 241-247.

67. Клауэр Р. Кейнсианская контрреволюция: теоретическая оценка [Електронний ресурс] / Р. Клауэр. – Режим доступу : <http://ecsocman.hse.ru/data/186/641/1219/010Klauer.pdf>

68. Коваленко В. В. Вплив монетарних чинників на позиціонування інфляційної складової у діяльності банків: методологічні та практичні аспекти оцінювання : монографія / В. В. Коваленко, Є. В. Шепель. – Одеса : Атлант, 2015. – 242 с.

69. Коваленко Д. І. Фінанси, гроші та кредит: теорія та практика : навч. посібник / Д. І. Коваленко, В. В. Венгер. – К. : ЦУЛ, 2013. – 578 с.

70. Коваленко М. М. Іноземний досвід формування організаційної структури банківського нагляду / М. М. Коваленко // Вивчення та впровадження в Україні іноземного досвіду удосконалення діяльності органів влади : матеріали Всеукраїнської наук.-практ. конф. за міжнар. участю, 22 листопада 2011 р. – Полтава : ПолНТУ, 2011. – С. 115-116.

71. Ковалишин У. В. Ринкові перетворення та структурна інтеграція економіки України у глобалізаційні процеси / У. В. Ковалишин, Н. С. Струк // Науковий збірник «Актуальні проблеми розвитку економіки регіону» за ред. І.Г.Ткачук. – Івано-Франківськ: ВДВЦІТ – Прикарпатського національного університету імені В.Стефаника, 2008. – Вип. IV. –Т.1 – С. 86-93.

72. Козюк В. В. Монетарні засади глобальної фінансової стабільності : монографія / В.В. Козюк – Тернопіль: ТНЕУ, “Економічна думка”, 2009. – 728 с.

73. Коли цінову стабільність буде забезпечено в Україні? [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/printable_article;jsessionid=38BDF0D48525CD6CBE9D31B02DF7F103?art_id=107577&showTitle=true

74. Колодізев О. М. Формування монетарної політики національного банку в контексті забезпечення сталого розвитку економіки України : монографія / О. М. Колодізев, І. О. Губарева, Є. М. Огородня. – Х. : ІНЖЕК, 2015. – 328 с.

75. Комарницький І. Ф. Інвестиційна діяльність комерційних банків : монографія / І. Ф. Комарницький, Р. Г. Комарницька. – Чернівці : Рута, 2004. – 260 с.
76. Конституція України [Електронний ресурс] / Конституція України від 28.06.1996 року № 254к/96-ВР [зі змін. та доп.]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80/print1445803641390018>
77. Корнєва І. В. Теоретична концепція побудови механізму монетарного регулювання / І. В. Корнєва // Фінанси, грошовий обіг та кредит. Наукові записки Національного університету «Острозька академія». – 2014. – Вип. 27. – С. 84-88. – (Серія «Економіка»).
78. Корнилюк Р. Мічені Нобелем: творець євро Роберт Мандел : [Електронний ресурс] / Р. Корнилюк. – Режим доступу : <http://www.epravda.com.ua/publications/2011/07/15/291947/>
79. Кравченко О. М. Теоретичні підходи до визначення поняття «механізм державного управління» [Електронний ресурс] / О. М. Кравченко // Державне управління: удосконалення та розвиток. – 2009. – № 3. – Режим доступу : <http://www.dy.nauka.com.ua/?op=1&z=56>
80. Круш П. В. Регулювання економіки: теоретичні та прикладні аспекти : монографія / П. В. Круш, І. А. Максименко ; [ред. П. В. Круш]. – К. : НТУУ «КПІ», 2008. – 424 с.
81. Кучин С. П. Теорія грошового обігу у спадщині М.І. Туган-Барановського : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.01.04 «Економічна історія та історія економічних вчень» / С. П. Кучин. – Київ, 2006. – 21 с.
82. Лагутін В. Монетарна політика і державні фінанси / В. Лагутін // Економіка України. – 2002. – №7. – С.10-17.
83. Лелик А. Б. Теоретико-методологічний інструментарій дослідження грошового ринку / А. Б. Лелик / Науковий вісник НЛТУ України. – 2008. – Вип. 18.2. – С. 186-196.

84. Лепушинський В. О. Правила встановлення центральним банком цільових процентних ставок: проблеми визначення та застосування / В. О. Лепушинський // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / ДВНЗ "УАБС НБУ". – Суми, 2005. – Вип. 14. – С. 188-194.

85. Лисенко Р. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Аналіз дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики / Р. Лисенко, А. Сомик, С. Ніколайчук // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 11. – С. 18-24.

86. Лобозинська С. М. Державне регулювання банківської системи України : монографія / С. М. Лобозинська. – Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2010. – 416 с.

87. Лозняк М. Е. Інструменти грошово-кредитної політики НБУ та їх вплив на депозитний і кредитний ринки [Електронний ресурс] / М. Е. Лозняк, О. М. Бартош // Ефективна економіка. – 2011. – № 12. – Режим доступу : <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=838>

88. Лютий І. О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки : монографія / І. О. Лютий. – К. : Атіка, 1999. – 240 с.

89. Макаренко М. І. Бюджетно-монетарне регулювання цін у перехідній економіці України / М. І. Макаренко. – К. : Знання України, 2002. – 304 с.

90. Макконелл К. Р. Экономикс: принципы, проблемы и политика / К. Р. Макконелл, С. П. Брю; [пер. с англ. Е. С. Иванова]. – [11-е изд.]. – К. : ХаГар, 2000. – 785 с.

91. Макроекономіка [Електронний ресурс] / [Данільченко Є. П., Володіна І. М., Єгорова О. Ю. та ін. за ред. В. П. Решетило]. – Х. : ХНАМГ, 2009. – 295 с. – Режим доступу : http://eprints.kname.edu.ua/17540/1/%D0%92_%D0%9C%D0%9E%D0%9D_%D0%BF%D0%BE%D1%81%D1%96%D0%B1%D0%BD.%D0%BC%D0%B0%D0%BA%D1%80%D0%BE.pdf

92. Макроекономічні показники [Електронний ресурс] / Національний банк України. Офіційне інтернет-представництво. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=84920
93. Малюга Н. М. Оцінка в бухгалтерському обліку: теорія, практика, перспективи (на прикладі підприємств Житомирської області) : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра. екон. наук: 08.06.04 «Бухгалтерський облік, аналіз та аудит» / Н. М. Малюга. – Київ, 1999. – 20 с.
94. Маршалл А. Принципы экономической науки : в 3-х т. : [Електронний ресурс] / А. Маршалл. – Режим доступу. : http://royallib.com/book/marshall_alfred/printsipi_ekonomicheskoy_nauki.html
95. Маслов А. М. І. Зібер про первісні інститути обміну у праці «Нариси первісної економічної культури» / А. М. Маслов // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка. Вип. 96. – 2007. – С. 37-41.
96. Маслова С. О. Фінансовий ринок / С. О. Маслова, О. А. Опалов. – К. : Каравела, 2003. – 344 с.
97. Миллер Р. Л. Современные деньги и банковское дело / Р. Л. Миллер, Д. Д. Ван-Хуз ; [пер. з англ.]. – [3-е изд.]. – М. : Инфра-М, 2000. – 856с.
98. Михайлова М. В. Оцінка конкурентоспроможності підприємств ресторанного господарства : дис. на здоб. наук. ступ. канд. екон. наук: 08.00.04 «Економіка та управління підприємствами (за видами економічної діяльності)» / М. В. Михайлова. – Харків, 2009. – 298 с.
99. Михайловська І. М. Управління недержавною підсистемою інфраструктури фінансового ринку для забезпечення соціально-економічного розвитку країни : монографія / [Михайловська І. М., Квасницька Р. С., Форкун І. В. та ін. ; за заг. ред. І. М. Михайловської]. – Хмельницький : ХНУ, 2013. – 287 с.
100. Мишкін Ф. С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Ф. С. Мишкін; [пер. з англ. С. Панчишин та ін.; ред. пер. С. Панчишин]. – К. : Основи, 1998. – 963 с.

101. Мищенко С. В. Новые тенденции в монетарной политике и регулировании финансовых систем / С. В. Мищенко // Финансы и кредит. – 2010. – № 40 (424). – С. 23-29.
102. Мищенко С. В. Современные проблемы теории денег и денежного обращения / С. В. Мищенко. – К. : ЦНИ НБУ, УБД, 2011. – 230 с.
103. Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 32 «Фінансові інструменти: подання» [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/929_029/page
104. Міщенко В. І. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в умовах кризи : науково-аналітичні матеріали / В. І. Міщенко, А. В. Сомик, Р. С. Лисенко. – К. : Центр наукових досліджень НБУ, УБС НБУ. – 2010. – Вип. 16. – 96 с.
105. Міщенко В. І. Роль і функції монетарного трансмісійного механізму в забезпеченні цінової стабільності / В. І. Міщенко // Фінанси України. – 2015. – № 1. – С. 29-46.
106. Міщенко В. І. Удосконалення дії каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в країні в умовах переходу до таргетування інфляції / В. І. Міщенко, С. І. Міщенко // Актуальні проблеми економіки. – 2015. – №1 (163). – С. 421-428.
107. Міщенко С. В. Вдосконалення монетарної політики та регулювання фінансових систем / С. В. Міщенко // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 5. – С. 21-27.
108. Мозговий О. М. Ринок цінних паперів: регуляторна структуризація в умовах глобалізації / О. М. Мозговий // Ринок цінних паперів України. – 2005. – № 9-10. – С. 3-11.
109. Моисеев С. Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика : учеб. пособие / С. Р. Моисеев. — М. : Московская финансово-промышленная академия, 2011. – 784 с. – (Университетская серия).
110. Моисеев С. Р. Правила денежно-кредитной политики / С. Р. Моисеев // Финансы и кредит. – 2002. – № 16. – С. 37-46.
111. Моисеев С. Р. Трансмиссионный механизм денежно-кредитной

політики / С. Р. Моисеев // Финансы и кредит. – 2002. – № 18. – С. 38-51.

112. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін : монографія / [Галичин С. О., Кулінець А. П., Лисенко Р. С. та ін. ; за ред. В. С. Стельмаха]. – К. : Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с.

113. Монетарний трансмісійний механізм в Україні: Науково-аналітичні матеріали/ [В. І. Міщенко, О. І. Петрик, А. В. Сомик, Р. С. Лисенко та ін]. – К. : Національний банк України. Центр наукових досліджень, 2008. – Вип. 9. – 144 с.

114. Музичка О. М. Організаційно-економічні засади банківського кредитування у сфері роздрібного бізнесу / О. М. Музичка, О. І. Копилюк, Ю. В. Тимчишин // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України : зб. наук. пр. / ДУ "Інститут регіональних досліджень ім. М. І. Долішнього НАН України" ; [відп. ред. В. С. Кравців]. – Львів, 2016. – Вип. 7(117). – С. 90-96.

115. Музичка О. М. Організаційно-економічні засади формування процентної політики банку // Науковий вісник Ужгородського університету. – Ужгород, 2014. – Вип. 1(42). – С. – 127-130. – (Серія «Економіка»).

116. НБУ в 2014 – 2016 роках видав рефінансування майже на 320 мільярдів грн. [Електронний ресурс] / Офіційний веб-сайт Радіо Свобода. – Режим доступу : <http://www.radiosvoboda.org/a/news/28014862.html>

117. Нуриев Р. М. Состояние трансмиссионного механизма как фактор готовности к переходу к политике инфляционного таргетирования / Р. М. Нуриев, М. Ю. Сапьян // Экономический вестник Ростовского государственного университета. – 2008. – Т. 6, № 1. – С. 18-26.

118. Облікова ставка Національного банку України [Електронний ресурс] / Національний банк України. Офіційне інтернет-представництво. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=53647&cat_id=12057279

119. Орженцький Р. Корисність і ціна. Політико-економічний нарис 1895 / Українська економічна думка : хрестоматія. – [упор. С. Злупко]. – К. : Знання, 1998. – 448 с.
120. Осадчий М. Історія проценту у ракурсі світових релігій [Електронний ресурс] / М. Осадчий // Україна фінансова. – Режим доступу : http://www.uфин.com.ua/analit_mat/drn/061.htm
121. Палехова В. А. Макроекономіка : навчальний посібник / В. А. Палехова. – [2-ге вид., доп. та перероб]. – Миколаїв : Вид-во МДГУ ім. Петра Могили, 2005. – 304 с.
122. Паценко О. Особливості розвитку сучасної структури світового фінансового ринку / О. Паценко, Е. Молчанова // Міжнародна економічна політика. – 2012. – № 1-2 (16-17). – С. 179-208.
123. Пашкус Ю. В. Введение в бизнес [Електронний варіант] / Ю. В. Пашкус, О. Н. Мисько. – Режим доступу : http://www.many-books.org/auth/2902/book/9049/pashkus_yu_v/vvedenie_v_biznes_prakticheskoe_posobie_dlya_predprinimateley/read
124. Пелех У. В. Валютно-курсова політика і її вплив на монетарну сферу економіки України / У. В. Пелех // Науковий вісник НЛТУ України. – 2012. – Вип. 22.13. – С. 233-236.
125. Пелех У. В. Вплив механізму регулювання процентних ставок Національним банком України на сектори економіки / У. В. Пелех // Економіка, менеджмент та аудит: сучасні проблеми та напрями розвитку : матеріали Міжнародної науково-практичної конференції (Львів, 29-30 травня 2015 року) / ГО "Львівська економічна фундація". Ч. I. – Львів : ЛЕФ, 2015. – С. 26-31.
126. Пелех У. В. Державне регулювання та принципи формування процентних ставок грошового ринку в Україні [Електронний ресурс] / У. В. Пелех // Ефективна економіка. – 2015. – № 5. – Режим доступу до журн. : <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=4051>.

127. Пелех У. В. Еволюційний підхід до з'ясування сутності та регулювання процентних ставок в економічній науці / У. В. Пелех // Інвестиції: практика та досвід. – 2015. – № 6. – С. 86-92.

128. Пелех У. В. Етапи становлення державного регулювання процентних ставок грошового ринку в Україні / У. В. Пелех // *Moderní vymoženosti vedy* – 2012. : *Materialy VIII Mezinárodní vědecko-praktická conference (Praha, 27.01 2012 – 05.02 2012)* / Publishing House «Education and Science». Dil 8. – Praha, – 2012. – P.18-20.

129. Пелех У. В. Інструментарій державного регулювання процентних ставок і його використання для стабілізації грошового ринку України / У. В. Пелех // *Сучасні наукові погляди на економічний розвиток країни: теорії та пропозиції* : матеріали доповідей Міжнародної науково-практичної конференції (м. Ужгород, 11-12 грудня 2015 р.) / [за заг. ред.: М. М. Палінчак, В. П. Приходько, А. Кринський] : у 2-х частинах. – Ужгород : Видавничий дім «Гельветика», 2015. – Ч.1. – С. 68-71.

130. Пелех У. В. Концептуальні напрями регулювання процентних ставок у нестабільній економіці країни / У. В. Пелех // «Економічний форум» : науковий журнал. – 2015. – № 3. – С. 53-61.

131. Пелех У. В. Механізм формування відсоткових ставок і їх вплив на розвиток реального сектора вітчизняної економіки / У. В. Пелех // *Науковий вісник НЛТУ України*. – 2012. – Вип. 22.14. – С. 295-302.

132. Пелех У. В. Облікова ставка, як важливий інструмент грошово-кредитної політики / У. В. Пелех // *Місце та роль міждисциплінарних зв'язків при проведенні наукових досліджень* : зб. наук. праць за матеріалами дев'ятої Всеукраїнської наукової інтернет-конференції, 30-31 січня 2012 р. / Тернопільський національний економічний університет. – Тернопіль, 2012. – С. 53-54.

133. Пелех У. В. Операції на відкритому ринку як дієвий інструмент грошово-кредитної політики / У. В. Пелех // *Соціум. Наука. Культура*. Матеріали восьмої Міжнародної науково-практичної інтернет-конференції (24-

26 січня 2012 року) / Інститут наукового прогнозування. – Київ, 2012. – Ч.2. – С.62-63.

134. Пелех У. В. Оцінка взаємозв'язку облікової ставки Національного банку України та основних монетарних та макроекономічних показників / У. В. Пелех // Формування ринкової економіки в Україні. – 2014. – Вип. 33. – Ч. 2. – С. 83-88.

135. Пелех У. В. Передумови ефективного державного регулювання процентних ставок в Україні / У. В. Пелех // Інноваційна економіка: макро-, мезо- та макрорівні : матеріали міжнародної науково-практичної конференції (Херсон, 10 -11 грудня 2015 р.) / [ред. кол. : К. С. Шапошников та ін.]. – Херсон : Видавничий дім «Гельветика», 2015. – С. 34-37.

136. Пелех У. В. Регулювання процентних ставок грошового ринку в Україні: проблеми та перспективи / У. В. Пелех // Науковий вісник НЛТУ. – 2012. – Вип. 22.2. – С. 243-248.

137. Пелех У. В. Теоретичні напрями регулювання процентних ставок грошового ринку / У. В. Пелех // Перспективи сталого розвитку економіки: національний та регіональний аспекти : матеріали Міжнародної науково-практичної конференції (Дніпропетровськ, 3-4 квітня 2015 року) / НО "Перспектива". – Дніпропетровськ, 2015. – Ч. II. – С. 21-24.

138. Пелех У. В. Теоретичні основи та економічна суть грошового ринку / У. В. Пелех, Н. С. Струк // Збірник наукових праць Черкаського державного технологічного університету. – 2013. – Вип. 33. – Ч. II. – С.107 – 113 с. – (Серія: Економічні науки).

139. Пелех У. Міжнародний досвід застосування режимів монетарного регулювання та перспективи його застосування в Україні / У. Пелех // Еколого-економічні проблеми у міжнародній торгівлі та інвестиціях : зб. матеріалів III Міжнародної наукової конференції (Львів, 20-21 жовтня 2015 року) / Львівський національний університет імені Івана Франка, Рада молодих вчених факультету міжнародних відносин [та ін.]. за ред. д-ра екон. наук, проф. І. Грабинського. – Львів, 2015. – С. 143-147.

140. Пелех У. Процентна політика як засіб регулювання монетарної сфери / У. Пелех // Ефективність державного управління : збірник наукових праць Львівського регіонального інституту державного управління Національної академії державного управління при Президентові України. – 2012. – Вип. 30. – С. 481-485.

141. Пелех У. Процентна політика як інструмент грошово-кредитного регулювання економіки / У. Пелех // Актуальні проблеми забезпечення фінансово-економічної безпеки України : зб. тез допов. IV Науково-практичного семінару з міжнародною участю (Тернопіль, 18-20 квітня 2013 року) / Тернопільський національний економічний університет , Національний інститут стратегічних досліджень [та ін.]. – Тернопіль, 2013. – С. 212-215.

142. Питома вага державного сектору в економіці [Електронний ресурс] / Офіційний веб-сайт міністерства економічного розвитку і торгівлі. – Режим доступу : <http://www.me.gov.ua/Documents/List?lang=uk-UA&tag=UpravlinniaDerzhavnimSektoromEkonomikiIs>

143. Плачинда В. В. Класифікація режимів валютного курсу / В. В. Плачинда // Вісник Національного банку України. – 2013. – № 8. – С. 38-42.

144. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 13 «Фінансові інструменти» [Електронний ресурс] / Наказ Міністерства фінансів України від 30.11.2001 року № 599 [зі змін. та доп.]. – Режим доступу : <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z1050-01>

145. Прасад Э. Пересмотр финансовой структуры. После краха [Текст] / Э. Прасад // Финансы и развитие. МВФ. – 2010. – № 6. – С. 22-25.

146. Про банки і банківську діяльність України [Електронний ресурс] / Закон України від 07.12.2000 № 2121-III [зі змін. та доп.]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/2121-14/print1456781248411835>.

147. Про деякі питання регулювання грошово-кредитного ринку [Електронний ресурс] / Положення, затверджене Постановою Правління НБУ від 12.02.2015 № 104. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/v0104500-15>.

148. Про Національний банк України [Електронний ресурс] / Закон України від 20.05.1999 № 679-XIV [зі змін. та доп.]. – Режим доступу : <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/679-14/print1456778000730064>

149. Про основи процентної політики Національного банку України [Електронний ресурс] / Положення, затверджене Постановою Правління Національного банку України від 21.04.2016 р. № 277. – Режим доступу : <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/v0277500-16/print1456778000730064>.

150. Про основні засади грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу / Рішення Ради Національного банку України від 21.12.2016 року № 1 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/vr001500-16>.

151. Про порядок реєстрації змін до правил фондової біржі щодо запровадження в обіг на фондовій біржі деривативів [Електронний ресурс] / Положення, затверджене Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку від 04.08.2009 року № 884 [зі змін. та доп.]. – Режим доступу : <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/z0818-09>.

152. Про цінні папери та фондовий ринок [Електронний ресурс] / Закон України від 23.02.2006 року № 3480-15-ВР [зі змін. та доп.]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/3480-15>.

153. Проскуріна М. О. Висвітлення проблем державного регулювання в працях представників основних теоретичних концепцій ХХ ст. / М. О. Проскуріна // Механізм регулювання економіки. – 2011. – №3. – С.175-182.

154. Процентні ставки рефінансування банків Національним банком України [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : www.bank.gov.ua/files/Inter_r_ref.xls.

155. Процентні ставки за активними та пасивними операціями Національного банку України [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/files/PInterestRates.xls>.

156. Пул У. Пересмотр финансовой структуры. Принципы реформ [Текст] / У. Пул // Финансы и развитие. МВФ. – 2010. – № 6. – С. 28-29.

157. Пшик Б. І. Інфраструктура грошового ринку: теоретичні засади дослідження / Б. І. Пшик, Т. М. Неклюдова // Вісник Університету банківської справи НБУ. – 2014. – № 2 (20). – С. 9-12.

158. Радзівська В. М. Відсоткові ставки фінансового ринку: теоретичні аспекти [Електронний ресурс] / В. М. Радзівська // Економіка: теорія та практика. – 2013. – № 2. – С. 61-69. – Режим доступу: http://nbuv.gov.ua/j-pdf/econom_2013_2_11.pdf.

159. Радченко О. В. Категорія “механізм” у системі державного управління / О. В. Радченко // Держава та регіони : наук.-вироб. журнал. – 2009. – № 3. – С. 64-69. – (Серія : Державне управління).

160. Райзберг Б. А. Современный экономический словарь [Електронний ресурс] / Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский, Е. Б. Стародубцева. – Режим доступу : http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_67315/.

161. Реорганізація і ліквідація [Електронний ресурс] / Офіційний сайт Національного банку України – Режим доступу : https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=75535&cat_id=17823466

162. Рикардо Д. Начала политической экономии и налогового обложения / Д. Рикардо // Антология экономической классики : в 2-х т. – М. : Эконов, 1993. – Т. 1. – С. 397-473.

163. Роджер С. Таргетированию инфляции исполняется 20 лет / С. Роджер // Финансы и развитие. МВФ. – 2010. – № 3. – С. 46-49.

164. Романчукевич В. В. Грошово-кредитна політика України в умовах глобалізації економіки : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / В. В. Романчукевич. – К., 2011. – 21 с.

165. Романчукевич В. В. Аналіз правил здійснення грошово-кредитної політики України в умовах глобалізації економіки / В. В. Романчукевич // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад "Українська академія банківської справи Національного банку України". – Суми, 2011. – Вип. 32. – С. 59-70.

166. Рудницький С. Категорія «механізм» у суспільних науках [Електронний ресурс] / С. Рудницький // Освіта регіону. – 2011. – № 4. – Режим доступу : <http://social-science.com.ua/article/630>.

167. Рудницька Р. М. Механізми державного управління: сутність і зміст / Р. М. Рудницька, О. Г. Сидорчук, О. М. Стельмах ; [за наук. ред. д.е.н., проф. М. Д. Лесечка, к.е.н., доц. А. О. Чемериса]. – Львів : ЛРІДУ НАДУ, 2005. – 28 с.

168. Савченко Т. Г. Грошовий ринок, сутність, структура та інструменти [Текст] / Т. Г. Савченко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : зб. наук. праць / Державний вищий навчальний заклад «Українська академія банківської справи Національного банку України». – Суми, 2011. – Вип. 31. – С. 257-266.

169. Савченко Т. Г. Структура та інструменти грошово-кредитного ринку / Т. Г. Савченко, Я. О. Піонтковська // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – 2013. – Вип. 37. – С. 169-180.

170. Салтикова Г. В. Вплив процентної політики держави на розвиток реального сектору економіки / Г. В. Салтикова // Галицький економічний вісник. – 2011. – №3. – С. 153-157.

171. Самарас Н. НБУ пора ставить на место [Електронний ресурс] / Н. Самарас // Послезавтра. - Режим доступу : <http://poslezavtra.com.ua/nbu-pora-stavit-na-mesto>.

172. Самуэльсон Пол Э. Макроэкономика / Пол Э. Самуэльсон, Вильям Д. Нордхаус ; [пер. с англ. О. Л. Пелявського ; под ред. А. А. Старостиной, В. А. Кравченко]. – [18-е изд.]. – Москва ; Санкт-Петербург ; Киев : Вильямс, 2009. – 585 с.

173. Сегеда Л. М. Монетарна політика та грошово-кредитне регулювання: сутнісна характеристика та теоретичне розмежування / Л. М. Сегеда // Наукові записки Національного університету «Острозька академія». – 2011. – Вип. 16. – С. 402-409. – Режим доступу : http://nbuv.gov.ua/UJRN/Nznuoa_2011_16_56. – (Сер. : Економіка).

174. Сердюк Л. В. Ефективність процентної політики Національного банку України за період 2008 – 2014 років / Л. В. Сердюк, А. А. Логвінова // Молодий вчений. – 2015. – № 1 (16). – С. 69-73.

175. Скоков Б. Г. Гроші і кредит : [Електронний ресурс] / Б. Г. Скоков, І. А. Крайвська. – Х. : ХНАМГ, 2009. – 244 с. – Режим доступу : http://eprints.kname.edu.ua/10792/1/%D0%9B%D0%B5%D0%BA%D1%86%D0%B8%D0%B8_%D0%93%D1%80%D0%BE%D1%88i_%D1%82%D0%B0_%D0%BA%D1%80%D0%B5%D0%B4%D0%B8%D1%82.pdf.

176. Словарь современной экономической теории Макмилана / [под науч. ред. В. С. Автономова; пер. с англ. А. Г. Пивовар; под. общ. ред. Д. У. Пирса]. – М., 2003. – 608 с.

177. Словарь современных экономических и правовых терминов / [под ред. В. Н. Шимова и В. С. Каменкова]. – Минск : Амалфея, 2002. – 816 с.

178. Словник української мови [Електронний ресурс] / Назва з екрану. - Режим доступу : <http://www.sum.in.ua/s/>.

179. Смелые цели: Гонтарева взялась за инфляцию [Електронний ресурс] // Бизнес-портал uaprom.info – Режим доступу : <http://uaprom.info/article/5976-smelye-celi-gontareva-vzyalas-inflyaciyu.html>.

180. Сміт Адам Добробут націй. Дослідження про природу та причини добробуту націй / Адам Сміт; [пер з англ. О. Васильєв, М. Межевікіна, А. Малівський.; наук. ред. Є. Литвин]. – [4-е вид.]. – К. : Port-Royal, 2001. – 593 с.

181. Современный финансово-кредитный словарь [Електронний ресурс] / [под. общ. ред. М. Г. Лапусты, П. С. Никольского]. – Режим доступу : http://www.rubricon.com/ifc_1.asp

182. Сомик А. В. Особливості дії каналу цін активів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в Україні в кризовий період / А. В. Сомик // Вісник Української академії банківської справи. – 2010. – №2 (29). – С. 45-51.

183. Сомик А. В. Перспективи удосконалення процентної політики Національного банку України [Електронний ресурс] / А. В. Сомик // Ефективна

економіка. – 2014. – № 11. – Режим доступу : <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3494>.

184. Сомик А. В. Правила та тенденції реалізації сучасної процентної політики центральних банків [Електронний ресурс] / А.В. Сомик / Ефективна економіка – 2014. – № 10. – Режим доступу : <http://www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=3415>.

185. Сомик А. В. Роль фінансового ринку в монетарному трансмісійному механізмі [Текст] / А. В. Сомик // Європейський вектор економічного розвитку : зб. наук.пр. – Вип. 1(4). – Дніпропетровськ : Вид-во ДУЕП ім. А. Нобеля, 2008. – С. 109-116.

186. Сравнительный анализ денежно-кредитной политики в переходных экономиках [Електронний ресурс] / С. Дробышевский, А. Козловская, Д. Левченко, С. Пономаренко и др.]. – Режим доступу : <http://www.iep.ru/files/text/usaid/dkptrans.pdf>.

187. Суббарао Д. Пересмотр финансовой структуры. Новое определение роли центрального банка [Текст] / Д. Суббарао // Финансы и развитие, МВФ. – 2010. – № 6. – С. 26-27.

188. Сушинський О. І. Контроль у сфері публічної влади: теоретико-методологічні та організаційно-правові аспекти : монографія / О. І. Сушинський. – Львів : ЛРІДУ УАДУ, 2002. – 468 с.

189. Унковська Т. Взаємозв'язок процентних ставок у контексті монетарної трансмісії та оптимізації політики рефінансування / Т. Унковська // Вісник НБУ. – 2005. – № 4. – С. 35-38.

190. Философский словарь / [авт.-составит. Андрущенко И. В., Вусатюк О. А., Линецкий С. В., Шуба А. В.]. – К. : А.С.К., 2006. – 1056 с.

191. Фишер И. Покупательная сила денег / И. Фишер // В кн. Деньги ; [сост., вступ. сл. Чухно А. А.]. – К. : Украина, 1997. – С. 258-295.

192. Фінансова система України (теоретико-методологічні аспекти): монографія / В.М. Опарін. – К. : КНЕУ, 2005. – 239 с.

193. Фінансовий механізм організації економіки України (проблеми теорії і практики) : монографія / О. М. Ковалюк. – Львів : Видавничий центр ЛНУ імені Івана Франка, – 2002. – 396 с.
194. Фінансово-кредитні методи державного регулювання економіки : монографія / [А. І. Даниленко, О. І. Береславська, М. І. Савлук та ін. ; за ред. А. І. Даниленка] ; Ін-т економіки НАН України. – К., 2003. – 416 с.
195. Форми і методи управління прибутком банків : монографія / Копилюк О. І., Музичка О. М., Ревич М. Я., Підлипна Р. П. – Львів: СПОЛОМ, 2016. – 254 с.
196. Формування вартості кредитів у країнах з перехідною економікою та вплив на неї облікової ставки : Інформаційно-аналітичні матеріали / [Жак О. П., Попов Д. С., Заруба Ю. О. та ін. ; за ред. О. І. Кіреєва, М. М. Шаповалової]. – К. : Центр наукових досліджень НБУ, 2004. – 86 с.
197. Фридмен М. Инфляция и денежные системы / М. Фридман // 25 ключевых книг по экономике / А. Бейтон, А. Казорла, К. Долло, Дре А. М. Челябинск : Урал LTD, 1999. – С. 539-559.
198. Харченко Н. П. Поняття механізму держави, наукові пошуки теоретико-правової дефініції / Н. П. Харченко // Ученые записки Таврического национального университета им. В. И. Вернадского. – 2007. – Т. 20 (59). – № 2. – С. 278–284. – (Серия «Юридические науки»).
199. Хикс Дж. Р. Стоимость и капитал [Електронний ресурс] / Р. Дж. Хикс; [пер. с англ. Р. М. Энтова]. – Режим доступа : <http://institutiones.com/download/books/1285-stoimost-i-kapital-xiks.html>
200. Хоружий С. Г. Система регулювання обігу цінних паперів на біржовому ринку : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук: 08.00.08 «Гроші, фінанси і кредит» / С. Г. Хоружий. – Київ, 2012. – 20 с.
201. Центральний банк та грошово-кредитна політика / [кол.авт. : А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна, М. І. Савлук та ін.; за ред. д-ра екон. наук, проф. А. М. Мороза і канд. екон. наук, доц. М. Ф. Пуховкіної]. – К. : КНЕУ, 2005. – 556 с.

202. Центральні банки в системі монетарного та банківського управління [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://banking.uabs.sumdu.edu.ua/images/department/banking/discip/gik/bs/Tema14.pdf>.
203. Черничко Т. В. Кредитний канал української моделі монетарного трансмісійного механізму / Т. В. Черничко // Науковий вісник НЛТУ України. – 2014. – Вип. 24.5. – С. 186-192.
204. Черняк О. І. Внесок Є. Є. Слуцького у створення української школи економіко-математичного моделювання [Електронний ресурс] / О. І. Черняк. – Режим доступу : http://web.znu.edu.ua/herald/issues/2008/econom_2008_1/2008-26-06/ser.pdf.
205. Шаринська О. Є. Облікова політика як інструмент грошово-кредитного регулювання цінової стабільності / О. Є. Шаринська // Вісник Української академії банківської справи. – 2005. – № 1 (18). – С. 13-21.
206. Шаров О. Центральний банк у ХХІ сторіччі: виклики та рішення / О. Шаров // Вісник Національного банку України. – 2008. – № 7. – С.18-29.
207. Шевченко О. О. Історія економіки та економічної думки: сучасні економічні теорії : навч. посіб. / О. О. Шевченко. – К. : Центр учбової літератури, 2012. – 280 с.
208. Шелудько В. М. Фінансові ринки : [гл. з кн. «Макроекономіка»] / В. М. Шелудько // Економічна теорія. – 2012. – № 1. – С. 95-104.
209. Школьник І. О. Фінансовий ринок України: сучасний стан і стратегія розвитку [Текст] : монографія / І. О. Школьник. – Суми : УАБС НБУ, 2008. – 348 с.
210. Шумпетер Йозеф А. Теорія економічного розвитку. Дослідження прибутків, капіталу, кредиту, відсотка та економічного циклу / Йозеф Алоїз Шумпетер ; [пер. з англ. В. Старка]. – К. : Видавничий дім «Києво-Могилянська академія», 2011. – 242 с.
211. Шустіков А. А. Фінансова статистика [Електронний ресурс] / А. А. Шустіков. – Режим доступу : <http://ecolib.com.ua/book.php?book=40>

212. Щетинін А. І. Гроші та кредит : підручник / А. І. Щетинін. – [4-е вид., перероб. та доп.]. – К. : ЦУЛ, 2010. – 440 с.
213. Эйфингер С. Возврат монетаризма [Електронний ресурс] / С. Эйфингер, Э. Муягик. – Режим доступа : <http://www.germaniaplus.de/2009/12/10/silvestr-ejfinger-i-edin-muyagik-vozvrat-monetarizma>.
214. About the Bank [Електронний ресурс] / Bank of Canada. – Режим доступа : <http://www.bankofcanada.ca/about/>.
215. Babecka Kucharcukova O. What do we know about monetary policy transmission in the Czech Republic: collection of empirical results / O. Babecka Kucharcukova, M. Franta, D. Hajkova, P. Kral, I. Kubicova, A Podpiera, B. Saxa // CNB Research and Policy Notes. – 2013. – №1. – 58 p.
216. Barro R. Economic Growth [Електронний ресурс] / R. Barro, X. Sala-i-Martin. – Cambridge, Massachusetts – London, England : The MIT Press, 2004. – 2nd edition.– 673 p. – Режим доступа : <http://down.cenet.org.cn/upfile/8/200751171644184.pdf>
217. Blanchard O. Real Wage Rigidities and the New Keynesian Model [Електронний ресурс] / O. Blanchard, J. Gali // Journal of Money, Credit and Banking. – 2007. – Vol. 31. – No. 1. – Режим доступа : http://www.forschungsnetzwerk.at/downloadpub/Gali_Blanchard_bg2007_jmcb.pdf.
218. Blanchard O. Rethinking Macroeconomic Policy [Електронний ресурс] / O. Blanchard, G. Dell-Ariccia, P. Mauro // IMF Staff Position Note. – February 12, 2010. – Режим доступа : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>
219. Boivin J. How has the monetary transmission mechanism evolved over time? / J. Boivin, M. Kiley, F. Mishkin // NBER Working Paper. – 2010. – No. 15879. [Електронний ресурс]. – Режим доступа: <http://www.nber.org/papers/w15879>
220. Bruno M. Inflation, growth and monetary control: non-linear lessons from crisis and recovery [Електронний ресурс] / M. Bruno. – Rome : Bancad'Italia,

Edizioni dell'Elefante, 1995. – Режим доступа :
https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/lezioni-baffi/pblecture-03/3_Vol_3_Michael_bruno_Inlfaz_.pdf?language_id=1.

221. Buzeneca I., Maino R. Monetary Policy Implementation: Results from a Survey [Электронный ресурс] / Inese Buzeneca, Rodolfo Maino. – Washington : International Monetary Fund, 2007. – 41 p. – Режим доступа :
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2007/wp0707.pdf>.

222. Claessens S. Lessons and Policy Implications from Global Financial Crisis [Текст] / S. Claessens, G. Dell'Arizia, D. Igan, L. Laeven. – IMF Working Paper, International Monetary Fund. – 2010. – WP10/44.

223. Claessens S. What Happens During Recessions, Crunches and Busts [Текст] / S. Claessens, G. M. A. Kose, M. A. Terrones // Economic Policy. – 2009. – Vol. 24, Issue 60. – P. 653-700.

224. Clarida R. The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective / R. Clarida, J. Gali, M. Gertler // NBER Working Paper. – 1999. – No. 7147.

225. Consolidated Version of The Treaty on The Functioning of The European Union [Электронный ресурс]. – Art. 127, Ust. 5. – Режим доступа :
http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/fxac08115enc_002.pdf.

226. Current interest rates and exchange [Электронный ресурс] / Swiss National Bank. – Режим доступа :
http://www.snb.ch/en/iabout/stat/statpub/zidea/id/current_interest_exchange_rates.

227. De Facto Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks, 30 April 2012 [Электронный ресурс] / The IMF Annual Report 2012. Appendix II: Financial Operations and Transactions. – Режим доступа :
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2012/eng/pdf/a2.pdf>.

228. Demchuk O. Monetary policy transmission mechanism in Poland. What do we know in 2011? / O. Demchuk, T. Łyziak, J. Przystupa, E. Stanisławska, E. Wabel // NBP Working paper. – 2012. – No. 16.

229. Epstein N. Monetary Policy in Hybrid Regimes: The Case of Kazakhstan [Текст] / N. Epstein, R. Portillo // IMF Working Paper. – Washington : International Monetary Fund. – 2014. – WP/14/108.

230. European Central Bank [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>.

231. Financial Policy Committee [Электронный ресурс] / Bank of England. – Режим доступа: <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/fpc/index.htm>.

232. Financial Stability [Электронный ресурс] / Swiss National Bank. – Режим доступа : <http://www.snb.ch/en/i/about/finstab>.

233. Franta M. Evaluating the Changes of Monetary Transmission Mechanism in the Czech Republic / M. Franta, R. Horváth and M. Rusnák // IES Working Paper. – 2012. – No. 11.

234. Freedman C. Country Experiences with the Introduction and Implementation of Inflation Targeting / C. Freedman, I. Otter-Robe // IMF Working Paper. – Washington : International Monetary Fund. – 2009. – WP/09/161.

235. Freedman C. Important Elements for Inflation Targeting for Emerging Economies / C. Freedman, I. Otter-Robe // IMF Working Paper. – Washington : International Monetary Fund. – 2010. – WP/10/113.

236. Friedman M. History of the United States, 1867-1960 [Текст] / M. Friedman, A. J. Schwartz. – Princeton : Princeton University Press for NBER, 1963. – 695 p.

237. Goodfriend M. Narrow Money, Broad Money and the Transmission of Monetary Policy // M. Goodfriend / Federal Reserve Bank of Richmond. – 2004. – March 25.

238. Guideline of the European central bank of 19 December 2014 on the implementation of the Eurosystem monetary policy framework (recast) [Электронный ресурс] / Guideline (EU) 2015/510 of the European central bank of 19 December 2014. – Режим доступа : http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2015_091_r_0002_en_txt.pdf/.

239. Hall R. F. Why Does the Economy Fall to Pieces after a Financial Crisis / R. F. Hall // Journal of Economic Perspective. – 2010. – Vol. 24, Issue 4. – P. 3-20.

240. Havránek T. Transmission Lags of Monetary Policy: A Meta-Analysis / T. Havránek, M. Rusnák // CNB Working paper series. – 2012. – No. 10.
241. Hubbard, R. Glenn Money the financial system, and the economy. – 4-th ed. / R. Hubbard. – Person Education, Inc, 2001. – 587 p.
242. Interest Rate [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.tradingeconomics.com/country-list/interest-rate>.
243. International Monetary Fund [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.imf.org. – Назва з екрану. – Дата звернення : 28.10.2015.
244. International Monetary Fund: Inflation Targeting and the IMF [Электронный ресурс] / Monetary and Financial Systems Department, Policy and Development Review Department and Research Department. – Washington : International Monetary Fund. – 2006. – Режим доступа : <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/031606.pdf>.
245. Johnson, Hazel. Financial institutions and markets. A global perspective / Hazel Johnson. – New York : Irwin, Inc, 1993. – 560 p.
246. Kapusciński M. Monetary policy transmission mechanism in Poland. What do we know in 2013? / M. Kapusciński, T. Łyziak, J. Przystupa, E. Stanisławska, A. Sznajderska // NBP Working paper. – Warsaw. – No. 180. – 2014. – 94 p.
247. Leijonhufvud A. Constitutional Constraints on the Monetary Powers of Government / A. Leijonhufvud. – Lexington, Mass : Lexington Books. – 1996. – 256 p.
248. Lucas R. E. Expectations and the neutrality of money / R. E. Lucas // Journal of Economic Theory. – 1972. – № 4. – P. 103-124.
249. Meltzer A. H. Monetarism [Электронный ресурс] / A. H. Meltzer // The Concise Encyclopedia of Economics – Indianapolis: Liberty Fund, Inc. – Режим доступа : <http://www.econlib.org/library/Enc/Monetarism.htm>.
250. Mishkin, Frederic. The Economics of Money, Banking and Financial Markets – 8th ed. [Электронный ресурс] / Frederic Mishkin. – New York: Mc Graw-Hill, Inc, 2001. – Режим доступа : <http://yangkiimadesuara.com/2008/11/17/the-economics-of-money-banking-and-financial-markets-by-frederic-s-mishkin/>.

251. Mishkin F. S. Symposium on the Monetary Transmission Mechanism / F. S. Mishkin // Journal of Economic Perspectives. – 1995. – № 9 (4). – P. 3-10.
252. Monetary Policy [Электронный ресурс] / Bank of Canada. – Режим доступа : <http://www.bankofcanada.ca/core-functions/monetary-policy/#exchange>.
253. Monetary Policy [Электронный ресурс] / Bank of England. – Режим доступа : <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/how.aspx>.
254. Monetary Policy [Электронный ресурс] / Bank of Japan. – Режим доступа : <https://www.boj.or.jp/en/mopo/index.htm>.
255. Monetary Policy [Электронный ресурс] / Board of Governorsof the Federal Reserve System. – Режим доступа : <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/default.htm>.
256. Monetary Policy [Электронный ресурс] / Czech National Bank. – Режим доступа : https://www.cnb.cz/en/monetary_policy.
257. Monetary Policy [Электронный ресурс] / National Bank of Georgia. – Режим доступа : <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=533>.
258. Monetary Policy [Электронный ресурс] / Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankasının. – Режим доступа : <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/TCMB+EN/TCMB+EN/Main+Menu/MONETARY+POLICY>.
259. Monetary Policy and the Economy [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.federalreserve.gov/pf/pdf/pf_2.pdf.
260. Monetary policy in the euro area: strategy and decision-making at the European Central Bank / O. Issing, V. Gaspar, I. Angeloni, O. Tristani. – Cambridge University Press, 2001. – 199 p.
261. Monetary Policy Instruments [Электронный ресурс] / SwissNationalBank. – Режим доступа : http://www.snb.ch/en/iabout/monpol/id/monpol_instr.
262. Monetary Statistics [Электронный ресурс] /Central Bank of the Republic of China. - Режим доступа : <http://www.cbc.gov.tw/ct.asp?xItem=30010&CtNode=517&mp=2>.

263. Narodowy Bank Polski. Internetowy Serwis Informacyjny [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.nbp.pl.
264. On The Statute of The European System of Central Banks And of The European Central Bank [Электронный ресурс]. – Art. 25, Protocol (No. 4). – Режим доступа : http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/en_statute_from_c_n520080509en02010328.pdf
265. Oros C. The Monetary Transmission Mechanisms In the CEECS: a Structural Var Approach [Электронный ресурс] / C. Oros, C. Romocea –Turcu // Applied Econometrics and International Development. – 2009. – Vol 9-2. : Режим доступа : <http://www.usc.es/economet/journals1/aeid/aeid927.pdf>.
266. Pelekh U. Regulation algorithm of money market interest rates in Ukraine's economy / U. Pelekh // International Journal of Economics and Society. – 2015. – Volume 1. – Issue 4. – p. 121-126.
267. Pelekh U. The features of the application mechanism of state regulation the interest rates of money market in Ukraine / U. Pelekh // Europäische Fachhochschule. – 2012. – №1. – P. 511-513.
268. Polityka Pieniezna [Электронный ресурс] / Narodowy Bank Polski. – Режим доступа : http://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/onbp/polityka_pieniezna.html.
269. Reinhart C. M. This Time Is Different. Eight Centuries of Financial Folly / C. M. Reinhart, K. S. Rogoff. – Princeton : Princeton University Press, 2009. – 512 p.
270. Ritter, Lawrence. Principles of Money, Banking, and financial Markets [Text] / L. Ritter, W. Silber, Gregory Udell. – New York : Mc Graw-Hill, Inc, 2000. – 617 p.
271. Roger S. On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets / S. Roger, M. Stone. – IMF Working Paper. – Washington : International Monetary Fund. – 2005. – WP/05/163.
272. Rose, Peter. Money and Capital Markets – 8th ed. / Peter Rose. – New York : Mc Graw-Hill, Inc, 2003. – 767 p.

273. Rosoiu A. Monetary policy transmission mechanism in emerging countries [Электронный ресурс] / A. Rosoiu, I Rosoiu // Cross-cultural management journal. – 2013. – Volume XV. – Режим доступа : http://www.cmj.bxb.ro/Article/CMJ_3_5.pdf.

274. Shaping the new Financial System / J. Vinals, J. Fiechter, C. Pazarbasioglu, L. Kodres [et al.]. – IMF Staff Position Note 10/15. – Washington : IMF. – 30 p.

275. Svensson L. E. O. Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule / L. E. O. Svensson // Journal of Monetary Economics. – 1999. – Vol. 43, Issue 3. – P. 607-654.

276. Taylor J. B. A Historical Analysis of Monetary Policy Rules [Электронный ресурс] / J. B. Taylor. – University of Chicago Press, January 1999. – Режим доступа: <http://www.nber.org/chapters/c7419>.

277. The Basic Discount Rate and Basic Loan Rate (Previously Indicated as "Official Discount Rates") [Электронный ресурс] / Bank of Japan. – Режим доступа: <http://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/discount/index.htm/>.

278. The Financial Stability Board [Электронный ресурс]. – Режим доступа : www.financialstabilityboard.org.

279. The Monetary Policy of the ECB [Электронный ресурс] / European Central Bank. – Frankfurt, 2004. – Режим доступа : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2004en.pdf>.

280. The Monetary Policy of the ECB : [Электронный ресурс]. – Frankfurt am Main : ECB, 2011. – 160 p. – Режим доступа : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>.

281. The Monetary policy transmission mechanism [Электронный ресурс] / National Bank of Georgia. – Режим доступа : <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=541>.

282. The transmission mechanism of monetary policy. – Bank of England. – 2013 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/how.htm>.

283. Thornton D. L. Would QE2 Have a Significant Effect on Economic Growth, Employment, or Inflation? / D. L. Thornton // Federal Reserve Bank of St. Louis Economic Synopses. – 2010. – No. 29, October 13. – Режим доступа :<http://research.stlouisfed.org/publications/es/10/ES1029.pdf>.

284. United States – Unemployment Rate [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ieconomics.com/united-states-unemployment-rate>.

285. Walsh C. Inflation Targeting: What Have we Learned? / C. Walsh // International Finance. – 2009. – Vol. 12 (2). – P. 195-233.

286. Wang P. Inflation Dynamics: A Cross-Country Investigation [Электронный ресурс] / P.Wang, Y. Wen // Federal Reserve Bank of St. Louis. Working Paper. – 2005. – December. – Режим доступа : <https://m.research.stlouisfed.org/wp/2005/2005-076.pdf>

ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця А.1

Класифікація грошового ринку

№ пор	Ознаки класифікації	Види ринків
1	2	3
1	За економічним призначенням фінансових активів	- ринок грошей; - ринок капіталу.
2	За видами фінансових активів (інструментів), що обертаються на ринку	- ринок цінних паперів; - валютний ринок; - депозитний ринок; - кредитний ринок; - ринок фінансових послуг; - ринок золота та інших дорогоцінних металів; - ринок нерухомості.
3	За умовами обертання фінансових активів	- первинний; - вторинний
4	За характером активу	- ринки базових активів; - ринки деривативів.
5	За організаційними формами	- біржовий (організований); - позабіржовий (неорганізований).
6	За швидкістю реалізації угод	- з негайною (терміною) реалізацією – ринок СПОТ; - з реалізацією угод у майбутньому – ринок СВОП.
7	За умовами передачі фінансових активів у користування	- ринок позикового капіталу; - ринок акціонерного капіталу.
8	За характером зв'язку між кредитором та позичальниками	- сегмент прямого фінансування; - сегмент опосередкованого (непрямого) фінансування.
9	За інституційними ознаками	- ринок банківських кредитів; - фондовий ринок; - ринок послуг небанківських фінансово-кредитних установ
10	За функціональними ознаками	- місцевий; - регіональний; - національний; - світовий (міжнародний).
11	За ступенем ризику відповідних фінансових інструментів	- безризикові; - середньоризикові; - високоризикові.

Джерело: розроблено автором за[48; 55; 57; 64; 69; 80; 208; 209; 212]

Додаток Б

Таблиця Б.1

Погляди економістів на становлення та розвиток сутності «процента»

№ з/п	Автори	Теорії, в межах яких розглядалися становлення та розвиток сутності процента	Внесок у розвиток сутності процента
1	2	3	4
1	Н. Барбон, Д. Норс [61, с. 35]	Теорія меркантилізму	Висловлювали погляди щодо потреби у принципах вільної конкуренції та доцільності зниження процента, що стимулює розвиток торгівлі.
2	Дж. Локк, Д. Юм [61, с. 80-82]	Кількісна теорія грошей	Процент як плата за користування грошима. Коли кількість грошей збільшується, процентна ставка знижується, сформульовано положення про норму прибутку (прибутку на одиницю капіталу), яке дозволило обґрунтувати зв'язок зі ставкою процента за грошовими позиками.
3	Т. Мальтус, В. Рошер, Ж. Сей [5]	Теорія продуктивності капіталу	Капіталу притаманна здатність приносити певний надлишок продукту, вищий за витрати щодо використання капіталу, а процент вимірює цей додатковий приріст, тобто є чистою продуктивністю капіталу, тим самим підмінюючи показник прибутку
4	А. Сміт, Д. Рікардо [162; 180]	Теорія експлуатації, трудова теорія вартості	А. Сміт розглядав процент, як частину прибутку промисловця і, одночасно, як природну винагороду грошового капіталу. Д. Рікардо розглядав прибуток, як вирахування з продукту праці робітника, ототожнював додаткову вартість з прибутком.
5	Дж Мілль, Н. Сеніор [127]	Теорія утримання (згодом переросла в психологічну теорію процента)	Процент як плата за відмову від задоволення теперішніх потреб із метою її майбутнього приросту.
6	О. Бем-Баверк [12]	Психологічна теорія процента, теорія граничної корисності	Процент як плата за відмову від поточного споживання і стимул для накопичення капіталу. Виділяються три причини існування процента: 1) нерівноцінні умови для задоволення потреб у теперішньому та майбутньому; 2) недооцінка людьми майбутніх можливостей використання капіталу; 3) технічна перевага теперішніх благ у порівнянні з майбутніми. Рівноважна норма процента визначається граничною продуктивністю.

Продовження таблиці Б.1

1	2	3	4
7	К. Маркс, П. Прудон [54]	Теорія доданої вартості, соціалістична теорія	Процент як одна з перетворених форм доданої вартості; частина трудового неоплаченого доходу робітників, яка переходить до капіталіста як нетрудові доходи.
8	К. Кассель, А. Маршалл [94; 127]	Теорія очікування	Процент, як певна ціна, яку очікує отримати власник капіталу. Позичальник повинен отримати прибуток під час використання цього капіталу і заплатити за це певну ціну (процент).
9	К. Віксель [60]	Поєднав теорію граничної корисності з теорією цін	Процент розглядається у нерозривній єдності з капіталом; розрізняють грошову і реальну ставку процента; сформулював «ефект Вікселя» – інфляція може бути стимульована лагом між ринковою та природньою процентними ставками.
10	М. Туган-Барановський [28]	Вчення про фундаментальну закономірність циклічності економічної динаміки	Процент відображає стан попиту і пропозиції на вільні грошові капітали, дисконтний процент – один із індикаторів, що точно відображає динаміку капіталістичного виробництва. У міру пожвавлення виробництва і наближення капіталістичного господарства до кризи попит на вільні капітали зростає і значно випереджає його пропозицію. Тому зростає і дисконтний процент, - чим він вищий, тим ближчий стан економіки до кризового.
11	І. Фішер [191]	Теорія чистої продуктивності	Розглядав будь-який дохід (заробітна плата, рента чи прибуток) як форму вираження процента; акцентував увагу на факторі ризику та невизначеності перспектив.
12	Й. Шумпетер [210]	теорія підприємництва, прибутку і процента	Увів четвертий фактор виробництва (капітал, праця, земля) – підприємство, пов'язаний із ризиком і новаторством. Плата за підприємство – «наддохід» - джерело процента.
13	Дж. Кейнс [5]	Теорія переваги ліквідності	Процент як плата власникові грошей за відмову від ліквідності свого капіталу; вважав, що процент – це монетарний феномен, який формується під впливом попиту та пропозиції на гроші; теоретично обґрунтував явище «ліквідної пастки». Вирішальна роль у передавальному механізмі належить процентній ставці.

Продовження таблиці Б.1

1	2	3	4
14	Д. Робертсон [62]	Теорія позикових фондів	Процент як ціна за використання позикових фондів.
15	Дж. Гобін [62]	Теорія касових залишків	Розглядав проблему еластичності попиту на касові залишки (працюючі та непрацюючі) за нормою процента, а також проблему взаємозв'язку норми процента і швидкості грошового обігу; статистично підтвердив чим вища норма процента, тим нижчою є сума непрацюючих касових залишків, і навпаки, при зниженні норми процента, сума непрацюючих касових залишків зростає.
16	Дж. Гікс, Е. Гансен [127; 199]	Теорія загальної економічної рівноваги, портфельна теорія	Провів теоретичне об'єднання кейнсіанства та неокласики в єдину систему. Проаналізував умови рівноваги на товарному та грошовому ринках, яка визначається одночасно нормою процента і рівнем доходів. Побудував графік функції заощадження та інвестиції (IS) в системі координат r (норма процента) і Y (національний дохід) і в такій самій системі – графік функції ліквідності та грошового попиту (LM) («Хрест Гікса»). За допомогою цього графіка показав, що ставка процента є як грошовим, так і реальним феноменом. Подібного підходу дотримувався інший відомий представник неокейнсіанства – Е. Гансен, внаслідок чого поширена в літературі назва моделі містить прізвища обох вчених (Гікса-Гансена).
17	М. Фрідмен [197]	Кількісна теорія грошей	Доводив, що швидкість грошового обігу – величина стабільна, а отже, процентна ставка не впливає на касові залишки. Вважав, що, регулюючи грошову пропозицію, держава впливає на позиковий процент, який, у свою чергу, впливає на рівень інвестицій і розвиток виробництва.
18	Р. Мандел, М. Флемінг [78]	Теорія валютних курсів	Внесли корективи в замкнуту модель IS-LM і розробили відкриту модель IS-LM-BP, де BP – графік платіжного балансу. Основними об'єктами моделі IS-LM-BP є норма процента, внутрішня пропозиція грошей, обмінний курс національної валюти, що реагує на будь-які зміни зовнішньоекономічної кон'юнктури. Також ця модель описує залежність бюджетної й грошово-кредитної політики від режиму валютних курсів.

Джерело: розроблено автором.

Додаток В

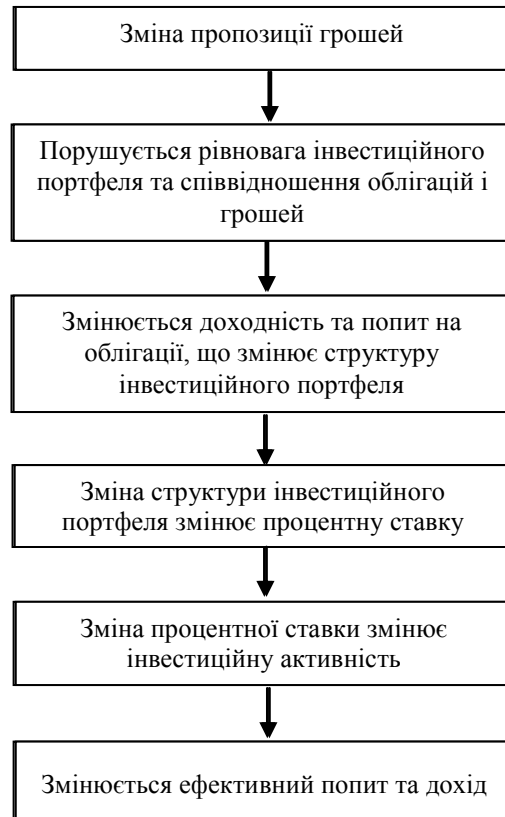


Рис. В.1. Передавальний механізм зміни процентної ставки у кейнсіанстві

Джерело: розроблено автором за [33; 36; 65; 112; 194]

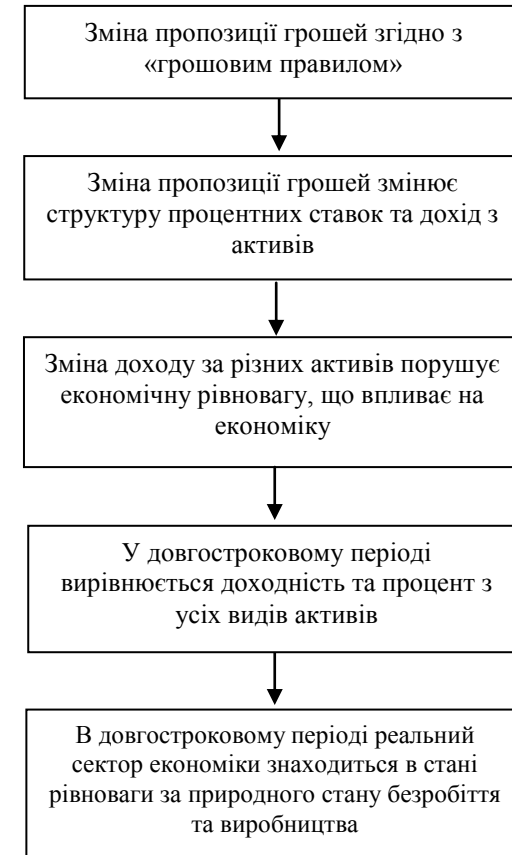


Рис. В.2. Процентна ставка у передавальному механізмі згідно з теорією монетаристів

Джерело: розроблено автором за [33; 112; 194; 197; 249]

Додаток Г

Таблиця Г.1

Правила встановлення центральними банками цільової процентної ставки

№ пор	Рік	Правило	Формалізація правила	Економічний зміст	Автори	Авторська оцінка окремих параметрів
1	2	3	4	5	6	7
1	1898	Правило процентної ставки Кнута Вікселя	$i_t = a + b \cdot (\pi_t - \pi^*)$	Співспрямованість зміни короткострокової ставки відсотка та гена інфляції (закрита економіка)	Кнут Віксель	-
2	1920	Правило Фішера	$\Delta e_t = -\Delta p_{t-1}$	-	І. Фішер	-
3	1953	Правило Фрідмена	$\Delta m_t = const$	-	М. Фрідмен	-
4	1983-1985	Правило таргетування номінального доходу	$y_t = 0$	-	Ч. Бин, Р. Холл	-
5	1988	Правило МакКаллама	$\Delta m_t = y^* - v_t + \pi^*$	-	Б. МакКаллам	-
6	1992	Правило Гудхарта	$i_t = a + bp_t$	-	Ч. Гудхарт	$a = 0,03;$ $b = 1,5$
7	1992	Індекс кон'юнктури грошового ринку	$i_t = p_t - dq_t$	-	Спеціалісти Банку Канади	$d = \frac{1}{3}$

Продовження таблиці Г.1

1	2	3	4	5	6	7
8	1993	Правило Тейлора	$i_t = \alpha \cdot (\pi_t - \pi^*) + \beta \cdot (Y_t - \bar{Y}) + \pi^* + r^*$	Співспрямованість зміни короткострокової ставки відсотка, гета інфляції та гета ВВП (закрита економіка), стабілізаційний характер дій грошового регулятора	Джон Тейлор	$\alpha = 1,5$ $\beta = 0,125$
9	1993	Правило Хендерсона-МакКібіна	$i_t = \alpha \cdot (\pi_t - \pi^*) + \beta \cdot (Y_t - \bar{Y})$	Співспрямованість зміни короткострокової ставки відсотка, гета інфляції та гета ВВП (закрита економіка)	Д.Хендерсон, У. МакКібін	$\alpha = 2$ $\beta = 0,5$
10	1995	Простий індекс монетарної кон'юнктури	$i_t = \pi_t - d \cdot (\varepsilon_r)_t$	Стимулювання залучення інвестицій у результаті реального зміцнення валюти (відкрита економіка)	-	$d = 1/3$
11	1999	Правило на базі інфляційного прогнозу	$i_t = f \cdot i_{t-1} + g \cdot E_t(\pi_{t+j})$	Адаптивність короткострокової номінальної ставки відсотка та співспрямованість зміни короткострокової ставки процента та очікуваної інфляції (закрита економіка)	Г. Роденбуш, Л. Свенсон	$f = 0,5$ $g = 5$ $j = 5$
12	1999	Правило Болла	$i_t = \alpha \cdot (\pi_t - \pi^*) + \beta \cdot (Y_t - \bar{Y}) + \gamma_1 \cdot (\varepsilon_r)_t + \gamma_2 \cdot (\varepsilon_r)_{t-2}$	Модифікація правила Тейлора, адаптація для відкритої економіки	Л. Болл	$\alpha = 2,51$ $\beta = 1,93$ $\gamma_1 = -0,43$ $\gamma_2 = 0,3$
13	1999	Модифікація правила Тейлора за Клариде	$i_t = \sum_{i=1}^T \alpha_i \cdot E_t(\pi_{t+i} - \pi^*) + \sum_{i=1}^T \beta_i (Y_t - \bar{Y}) + \sum_{i=1}^T \phi_i (i_{t-1} - i^*) + \pi^* + r^*$	Правило з абсолютною пам'яттю всіх шоків, адаптивно-перспективний характер щодо інфляції, згладжуючий вплив на номінальну короткострокову ставку процента (закрита економіка)	Р. Клариде	-
14	2000	Правило Орфанідекса	$i_t = bp_t + cy_t$	-	А. Орфанідекса	$b = 0,5;$ $c = 0,5$

Продовження таблиці Г.1

1	2	3	4	5	6	7
15	2001	Правило для відкритої економіки Англії	$i_t = ai_{t-1} + bp_t + cy_t + d\Delta e_t$	-	Н. Баттини, Р. Харрисон, С. Милард	$a = 0,068;$ $b = 0,322;$ $c = 0,075;$ $d = -0,014$
16	2001	Оціночне правило для відкритої економіки Банку Англії	$i_t = f \cdot i_{t-1} + \alpha \cdot (\pi_t - \pi^*) + \beta \cdot (Y_t - \bar{Y}) + \theta \cdot \Delta \varepsilon_t$	Комбінація правил Тейлора та Болла (відкрита економіка)	Н. Баттини Р. Харрисон, С. Милард	$f = 0,68$ $\alpha = 0,322$ $\beta = 0,075$ $\theta = -0,014$
17	2001	Перша модифікація правила Тейлора за Марзо	$i_t = \alpha \cdot (\pi_t - \pi^*) + \beta \cdot (Y_t - \bar{Y}) + h \cdot (i_{t-1} - i^*) + \pi^* + r^*$	Правило Тейлора + згладжуючий вплив на ставку процента (закрита економіка)	М. Марзо	-
18	2001	Друга модифікація правила Тейлора за Марзо	$i_t = \sum_{i=1}^T \alpha_i (\pi_{t-i} - \pi^*) + \sum_{i=1}^T \beta_i (Y_{t-i} - \bar{Y}) + \sum_{i=1}^T \phi_i (i_{t-i} - i^*) + \pi^* + r^*$	Адаптивний варіант модифікації за Клариде (закрита економіка)	М. Марзо	-
19	2004	Правило Банку Норвегії	$i_t = a \text{ Taylor rule} + b$	Середнє ставок на грошових ринках торгових партнерів	Спеціалісти Банку Норвегії	$a = 0,5;$ $b = 0,5$

Умовні позначення: Δe_t - зміна номінального валютного курсу в момент часу t ; Δp_{t-1} - зміна інфляції в момент часу $t-1$; Δm_t - номінальний темп приросту грошової маси в період часу t ; y_t - відхилення ВВП від потенційного рівня в момент часу t ; y^* - десятилітнє ковзаюче середнє приросту реального ВВП; v_t - чотирирічне ковзаюче середнє приросту швидкості грошової маси; π^* - інфляційний орієнтир центрального банку; $\Delta \varepsilon_t$ - зміни номінального валютного курсу в момент часу t ; i_t - номінальна короткострокова ставка процента в момент часу t ; r_t - реальна короткострокова ставка процента в момент часу t ; p_t - відхилення інфляції від оптимального значення в момент часу t ; q_t - реальний валютний курс у момент часу t ; b - у формулі Кнута Вікселя коефіцієнт реакції i_t на інфляційний геп; $(Y - \bar{Y})$ - геп ВВП; i^* та r^* - рівноважні номінальна та реальна ставки процента; $E_t(\pi_{t+j})$ - очікувана у момент часу t інфляція на період $(t + j)$

Джерело: розроблено автором за [84, с. 190-192; 109, с. 422-423; 165, с. 61-62]

Додаток Д

Таблиця Д.1

Принципи (правила) встановлення процентної ставки центральними банками, відображені у наукових джерелах

№ 3/п	Принципи (правила) встановлення процентної ставки центральними банками	Наукові джерела				
		Т. С. Давидок [37, с. 299]	М. Ф. Пуховкіна, [200, с. 449-450]	А. В. Сомик [184]	О. Є. Шариська [205, с. 15]	О. Шаров [206, с. 21]
1	2	3	4	5	6	7
1	Встановлення процентної ставки на рівні, який дозволить їй бути реальною відносно інфляції (правило Тейлора)	+	+	+	+	+
2	Встановлення процентної ставки у межах «коридору процентних ставок» за кредитами та депозитами комерційних банків: - правило «вузького процентного коридору»; - правило «симетричності процентного коридору»	+		+ +	+	+
3	Наближення рівня процентної ставки до рівня ставок на міжбанківському ринку в стабільній економічній ситуації та стабільності на грошово-кредитному ринку	+	+	+	+	+
4	Визначення процентної ставки з урахуванням інших чинників (динаміки обмінного курсу, ліквідності банківських установ, рівня попиту на кредит у кінцевих споживачів, динаміки і перспектив розвитку депозитної діяльності та ін.)	+			+	+
5	Виділення процентної ставки як головного (домінуючого) засобу реалізації грошово-кредитної політики	+	+	+	+	+
6	Встановлення офіційної процентної ставки (облікової), виходячи з того, що вона є найнижчою серед процентних ставок, за якими центральний банк може підтримати ліквідність банків		+			
7	Використання процентної ставки для інформування про напрями змін грошово-кредитного регулювання		+	+		
8	Зміна офіційної процентної ставки базується на: - «ефекті Фішера» (зростання інфляційних очікувань зумовлює зростання процентних ставок); - «ефекті рівня цін» (фактичне зростання рівня цін спричиняє зростання процентних ставок); - «ефекті ліквідності» (показує, що зростання пропозиції грошей призводить до падіння процентних ставок (при незмінних інших умовах)); - «ефекті доходу» (виникає при зростанні пропозиції грошей, яка чинить стимулюючий			+		

	вплив на бізнес-цикл, зростання національного доходу, багатства та процентних ставок).					
--	--	--	--	--	--	--

Продовження таблиці Д.1

1	2	3	4	5	6	7
9	Коригування процентної ставки з «незначним кроком»			+		
10	Передбачуваність та прозорість заходів при встановленні процентної ставки			+		
11	Синхронність зміни офіційних процентних ставок			+		
12	Мінімізація волатильності офіційних процентних ставок			+		
13	Стандартизованість процентних інструментів			+		
14	Узгодженість основної процентної ставки та основної операції з структурною позицією ліквідності			+		
15	Встановлення ідентичних процентних ставок як для підтримання, так і для мобілізації ліквідності («дзеркальність інструментів»)			+		
16	Мінімізація втручання центрального банку в грошово-кредитний ринок			+		
17	Формування ставки-операційного орієнтира з метою підтримання цінової стабільності			+		

Джерело: розроблено автором

Додаток Е



**Рис. Е.1. Етапи застосування методів опосередкованої дії
процентної політики**

Джерело: розроблено автором за [33; 68; 73]

Додаток Ж

Таблиця Ж.1

**Динаміка облікової ставки Національного банку України та індексу
інфляції у 1992-2016 роках**

№ з/п	Роки	Облікова ставка, % (значення на кінець року)	Річний індекс інфляції, %(грудень до грудня попереднього року)
1	2	3	4
1	1992	80,00	2100
2	1993	240,00	10256
3	1994	252,00	501
4	1995	110,00	281,7
5	1996	40,00	139,7
6	1997	35,00	110,1
7	1998	60,00	120,0
8	1999	45,00	119,2
9	2000	27,00	125,8
10	2001	12,50	106,1
11	2002	7,00	99,4
12	2003	7,00	108,2
13	2004	9,00	112,3
14	2005	9,50	110,3
15	2006	8,50	111,6
16	2007	8,00	116,6
17	2008	12,00	122,3
18	2009	10,25	112,3
19	2010	7,75	109,1
20	2011	7,75	104,6
21	2015	7,50	99,8
22	2013	6,50	100,5
23	2014	14,00	124,9
24	2015	22,00	143,3
25	2016	14,00	112,4

Джерело: розроблено автором за [52; 118]

Таблиця Ж. 2

**Динаміка зміни облікової ставки Національного банку України
у 2004-2016 роках**

Період дії	% річних	Період дії	% річних
2004	7,0	2013	
09.06.04 – 06.10.04	7,5	10.06.13 – 12.08.13	7,0
07.10.04 – 08.11.04	8,0	13.08.13 – 14.04.14	6,5
09.11.04 – 09.08.05	9,0	2014	
2005		15.04.14 – 16.07.14	9,5
10.08.05 – 09.06.06	9,5	17.07.14 – 12.11.14	12,5
2006		13.11.14 – 05.02.15	14,0
10.06.06 – 31.05.07	8,5	2015	
2007		06.02.15 – 03.03.15	19,5
01.06.07 – 31.12.07	8,0	04.03.15 – 27.08.15	30,0
2008		28.08.15 – 24.09.15	27,0
01.01.08 – 29.04.08	10,0	2016	
30.04.08 – 14.06.09	12,0	25.09.15 – 21.04.16	22,0
2009		22.04.16 – 26.05.16	19,0
15.06.09 – 11.08.09	11,0	27.05.16 – 23.06.16	18,0
12.08.09 – 07.06.10	10,25	24.06.16 – 28.07.16	16,5
2010		29.07.16 – 15.09.16	15,5
08.06.10 – 07.07.10	9,5	16.09.16 – 27.10.16	15,0
08.07.10 – 09.08.10	8,5	з 28.10.16	14,0
10.08.10 – 22.03.12	7,75		
2012			
23.03.12 – 09.06.13	7,5		

Джерело: розроблено автором за [118]

Динаміка основних макроекономічних та монетарних показників України у 1999-2016 роках

№ з/п	Роки	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	9 міс. 2016
	Показники																		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
1	ВВП (номін. в факт цінах), млрд. грн	130,442	170,070	204,190	225,810	267,344	345,113	441,452	544,153	720,731	948,056	913,345	1082,57	1302,08	1411,24	1454,93	1566,73	1979,46	1649,74
2	Індекс споживчих цін (Інфляція), %	119,2	125,8	106	99	108	112	110	111,6	116,6	122,3	112,3	109,1	104,6	99,8	100,5	124,9	143,3	107,3
3	Капітальні інвестиції, млрд. грн.	17,552	23,629	32,573	37,178	51,011	75,714	93,096	125,254	188,486	233,081	151,777	171,092	238,175	263,728	247,892	204,062	251,154	204,45
4	Облікова ставка НБУ(номінальна кін. року), %	45,0	27,0	12,5	7,0	7,0	9,0	9,5	8,5	8,0	12,0	10,25	7,75	7,75	7,5	6,5	14,0	22,00	15,00
5	Середньозважені процентні ставки комерційних банків за залученими депозитами, %	20,7	9,2	10,8	6,9	8,0	7,9	8,0	6,8	7,2	8,3	11,8	9,4	7,3	11,3	9,5	10,5	10,51	9,7
6	Середньозважені процентні ставки комерційних банків за наданими кредитами, %	54,3	37,3	29,6	19,6	17,7	17,5	14,6	14,1	13,5	16,0	18,3	14,6	14,3	15,5	13,6	14,4	17,37	14,3
7	Процентна ставка (зважена за всіма інструментами), %	44,0	29,6	20,2	9,2	8,0	16,1	14,7	11,5	10,1	15,3	16,7	11,6	12,4	8,1	7,2	15,6	25,2	17,11

Джерело: розроблено автором за[34; 92]

Процентні ставки за операціями Національного банку України у 2005-2016 рр, % (дані на кінець року)

№ з/п	Період, роки	Облікова ставка НБУ	Середньозважена ставка за всіма інструментами	У тому числі:											За кількісним тендером розміщення депозитних сертифікатів НБУ з терм 1-10 днів	За кількісним тендером розміщення депозитних сертифікатів НБУ з терм 45-90 днів	За депозитними сертифікатами овернайт
				кредити, надані шляхом проведення тендера	кредити овернайт	операції репо	кредити, надані для підтримання довгострокової ліквідності банків	стабілізаційні кредити	операції своп	кредити рефінансування під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу (депозиту), розміщеного в НБУ	інші кредити	кредити, надані для фінансування чемпіонату Європи-2012	інші короткострокові кредити	Інші довгострокові кредити під програми фінансового оздоровлення			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18
1	2005	9,5	14,70	12,90	14,90	12,00	-	15,00	-	-	-	-	-	-	1,2	2,83	-
2	2006	8,5	11,50	10,40	12,10	10,70	9,50	-	-	8,50	-	-	-	-	0,4	2,10	-
3	2007	8,4	10,10	10,00	11,10	-	-	-	-	8,30	-	-	-	-	0,6	4,03	0,10
4	2008	12,0	15,30	16,60	16,00	13,80	-	-	15,10	-	14,10	-	-	-	1,41	7,13	-
5	2009	10,3	16,70	20,60	18,10	21,60	-	-	23,10	-	16,00	11,00	-	-	2,79	11,05	-
6	2010	7,8	11,62	11,12	11,27	9,36	-	-	-	-	11,94	11,00	-	-	1,38	6,89	-
7	2011	7,8	12,39	12,52	9,40	12,63	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-	-	0,61	5,33	-
8	2012	7,6	8,13	7,69	8,76	7,89	-	9,50	-	-	-	-	-	-	1,92	6,80	-
9	2013	6,5	7,15	6,76	7,63	6,93	-	8,90	-	-	-	-	-	-	1,73	6,30	1,63
10	2014	14,0	15,57	15,77	15,47	8,10	-	-	-	-	-	-	19,87	17,40	6,56	9,92	5,01
11	2015	22,00	25,22	24,7	25,20	24,03	-	-	-	-	-	-	-	26,03	21,3	17,00	18,00
12	9 міс 2016	15,00	17,11	17,26	17,00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15	-	13

Джерело: побудовано автором за [154; 155]

Таблиця Ж. 5.

Вихідні дані для проведення тесту Гренджера на причинність при аналізі факторів зміни облікових ставок НБУ на грошовому ринку України

№ з/п	Показник	Роки	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
			4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1	ВВП (номін. У факт цінах), млрд. грн	GDP	544,153	720,731	948,056	913,345	1082,57	1302,08	1411,24	1454,93	1566,73	1979,46
2	Індекс споживчих цін (Інфляція), %	CPI	111,6	116,6	122,3	112,3	109,1	104,6	99,8	100,5	124,9	143,3
3	Капітальні інвестиції, млрд. грн	INV	125,254	188,486	233,081	151,777	171,092	238,175	263,728	247,892	204,062	251,154
4	Облікова ставка НБУ(номінальна кін. року) , %	KPR	8,5	8	12	10,25	7,75	7,75	7,5	6,5	14	22
5	Середньозважені процентні ставки комерційних банків за залученими депозитами, %	DEP	6,8	7,2	8,3	11,8	9,4	7,3	11,3	9,5	10,5	10,51
6	Середньозважені процентні ставки комерційних банків за наданими кредитами, %	KRED	14,1	13,5	16	18,3	14,6	14,3	15,5	13,6	14,4	17,37
7	Процентна ставка (зважена за всіма і-тами), %	PS	11,5	10,1	15,3	16,7	11,6	12,4	8,1	7,2	12,1	0
8	Платіжний баланс України, млрд. дол. США	PB	2,408	9,421	-3,063	-13,726	5,031	-2,455	-4,175	2,023	-13,307	0,849
9	Державний прямиий та гарантований борг України, млрд. дол. США (на 01.01)	DB	15,475	15,950	17,573	24,599	39,685	54,289	59,216	64,495	73,110	69,812
10	LIBOR 1-Month	LIBOR1	4,572	5,3201	3,9091	0,3834	0,2317	0,2606	0,2829	0,2051	0,1601	0,1682

Продовження таблиці Ж. 5

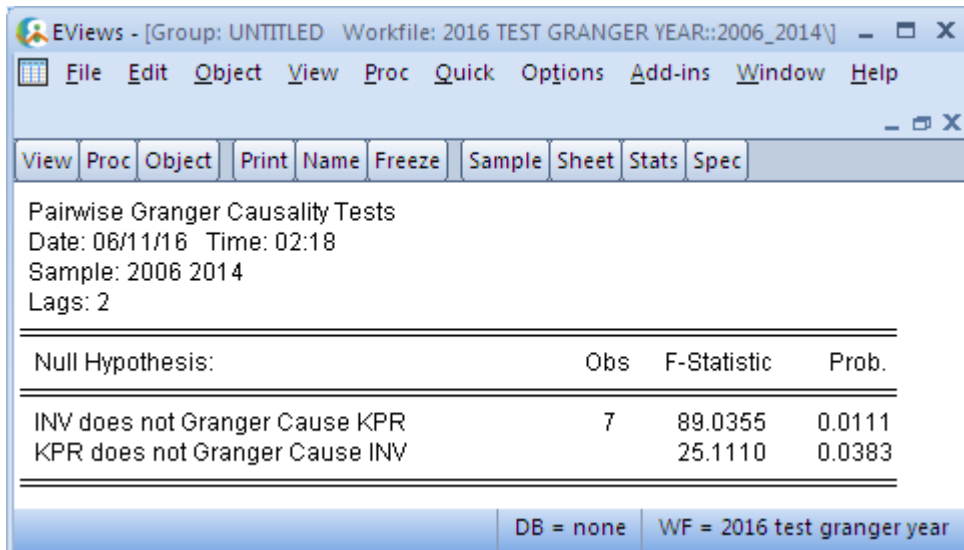
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
11	LIBOR 3-Month	LIBOR3	4,6795	5,3601	3,9176	1,2108	0,2501	0,3034	0,5659	0,3028	0,2386	0,2544
12	LIBOR 6-Month	LIBOR6	4,8126	5,4014	3,7795	1,6211	0,3993	0,4554	0,797	0,489	0,3384	0,3585
13	LIBOR 12-Month	LIBOR12	4,9412	5,4414	3,4415	1,9024	0,8979	0,7818	1,1146	0,8155	0,5756	0,6225
14	Індекс економічної свободи	IES	54,4	51,5	51	48,8	46,4	45,8	46,1	46,3	49,3	46,9
15	Сальдо державного бюджету України, млрд. грн	SDB	3,7766	9,8429	12,5007	35,5172	64,2655	-23,5576	53,4452	64,7076	78,0705	45,1505
16	Курс дол. США	USD	5,05	5,05	6,22	7,99	7,93	7,97	7,99	7,99	14,4	22,89
17	Агрегат M0 у млрд. грн	M0	74,984	111,119	154,759	157,029	182,990	192,665	203,245	237,777	282,947	282,673
18	Агрегат M1 у млрд. грн	M1	123,276	181,665	225,127	233,748	289,894	311,047	323,225	383,821	435,475	472,217
19	Агрегат M2 у млрд. грн	M2	259,413	391,273	512,527	484,772	596,841	681,801	771,126	906,236	955,349	993,812
20	Агрегат M3 у млрд. грн	M3	261,063	396,156	515,727	487,298	597,872	685,515	773,199	908,994	956,728	994,062
21	Інтегральна відсоткова ставка за кредитами, % річних	KREDI	13,7	13,4	19,4	17,3	14	14,5	14,46	14,51	14,4	17,37
22	Інтегральна відсоткова ставка за депозитами, % річних	DEPI	7,2	7,9	11,2	11,9	7,4	9,6	10,91	11,09	9,3	10,51
23	Грошова база, млрд. грн	GB	97,214	141,901	186,671	194,965	225,692	239,885	255,283	307,139	333,194	336,000

Джерело: побудовано автором за [34; 52; 92; 154; 155]

Додаток 3

Результати встановлення причинно-наслідкових зв'язків між обліковою ставкою НБУ та макроекономічними змінними

Причинно-наслідкові зв'язки між обліковою ставкою НБУ та чинниками і наслідками І рівня



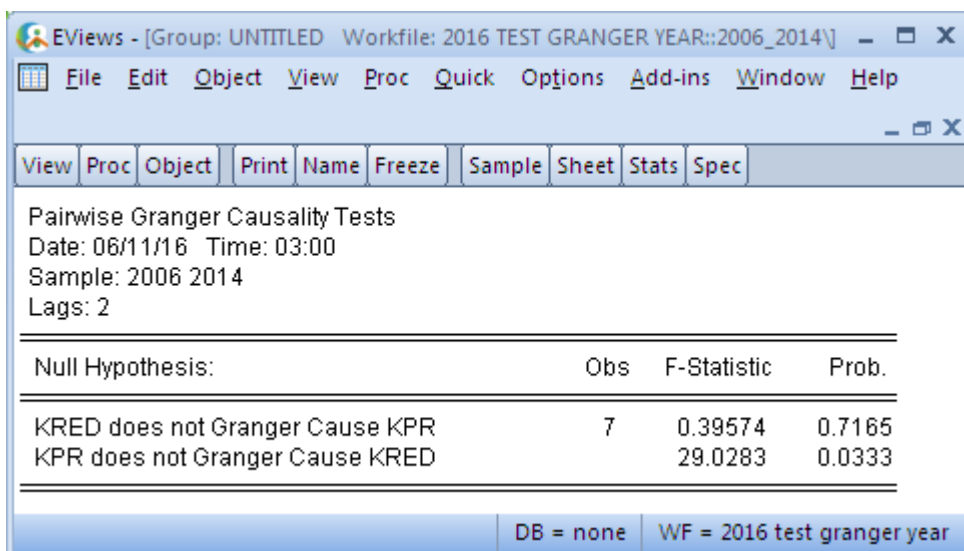
Pairwise Granger Causality Tests
Date: 06/11/16 Time: 02:18
Sample: 2006 2014
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
INV does not Granger Cause KPR	7	89.0355	0.0111
KPR does not Granger Cause INV		25.1110	0.0383

DB = none WF = 2016 test granger year

Рис. 3. 1 Причинно-наслідкові зв'язки між обліковою ставкою НБУ (KPR) та інвестиціями (INV)

Джерело: складено автором з використанням пакета Eviews 8.0 та Додатку Ж.5



Pairwise Granger Causality Tests
Date: 06/11/16 Time: 03:00
Sample: 2006 2014
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
KRED does not Granger Cause KPR	7	0.39574	0.7165
KPR does not Granger Cause KRED		29.0283	0.0333

DB = none WF = 2016 test granger year

Рис. 3. 2. Причинно-наслідкові зв'язки між обліковою ставкою НБУ(KPR) та середньозваженими процентними ставками комерційних банків за наданими кредитами(KRED)

Джерело: складено автором з використанням пакета Eviews 8.0 та Додатку Ж.5

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 06/15/16 Time: 20:57
Sample: 2001 2014
Lags: 1

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
CPI does not Granger Cause KPR	13	2.62648	0.1362
KPR does not Granger Cause CPI		4.75175	0.0543

Lags: 1 DB = none WF = 2016 test granger year

Рис. 3. 3. Причинно-наслідкові зв'язки між обліковою ставкою НБУ (KPR) та індексом споживчих цін (CPI)

Джерело: складено автором з використанням пакета Eviews 8.0 та Додатку Ж.5

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 06/15/16 Time: 20:42
Sample: 2006 2014
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LIBOR3 does not Granger Cause KPR	7	42.4119	0.0230
KPR does not Granger Cause LIBOR3		4.84290	0.1711

DB = none WF = 2016 test granger year

Рис. 3. 4. Причинно-наслідкові зв'язки між обліковою ставкою НБУ(KPR) та ставкою LIBOR 3-Month (LIBOR3)

Джерело: складено автором з використанням пакета Eviews 8.0 та Додатку Ж.5

Причинно-наслідкові зв'язки між чинниками і наслідками I та II рівня

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 06/15/16 Time: 21:09
Sample: 2006 2014
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LIBOR6 does not Granger Cause INV	7	30.5506	0.0317
INV does not Granger Cause LIBOR6		6.70604	0.1298

DB = none WF = 2016 test granger year

Рис. 3. 5. Причинно-наслідкові зв'язки між ставкою LIBOR 6-Month (LIBOR6) та інвестиціями (INV)

Джерело: складено автором з використанням пакета Eviews 8.0 та Додатку Ж.5

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 06/15/16 Time: 21:11
Sample: 2006 2014
Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LIBOR12 does not Granger Cause INV	7	59.6190	0.0165
INV does not Granger Cause LIBOR12		5.09275	0.1641

DB = none WF = 2016 test granger year

Рис. 3. 6. Причинно-наслідкові зв'язки між ставкою LIBOR 12-Month (LIBOR12) та інвестиціями (INV)

Джерело: складено автором з використанням пакета Eviews 8.0 та Додатку Ж.5

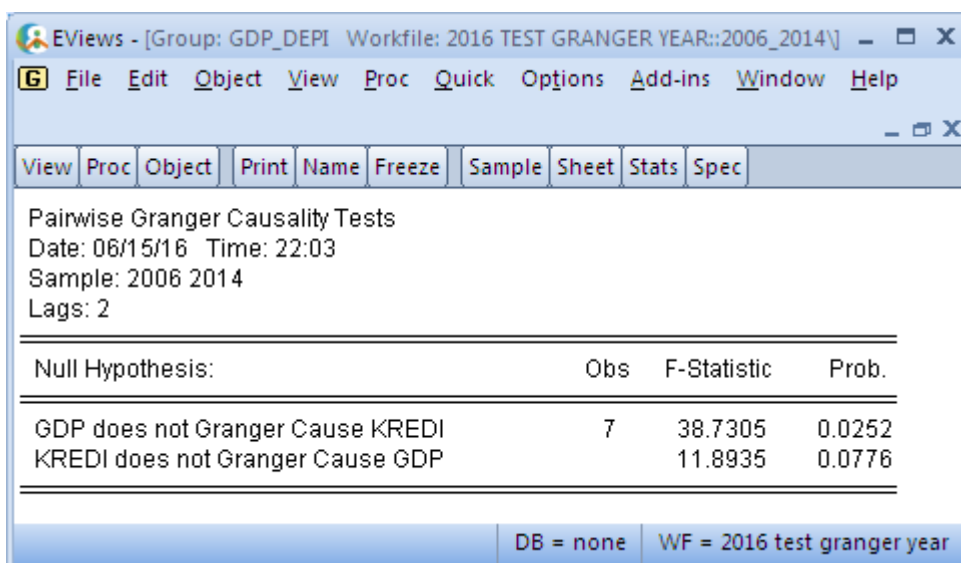


Рис. 3. 7. Причинно-наслідкові зв'язки між інтегральною відсотковою ставкою за кредитами (KREDI) та величиною валового внутрішнього продукту України (GDP)

Джерело: складено автором з використанням пакета Eviews 8.0 та Додатку Ж.5

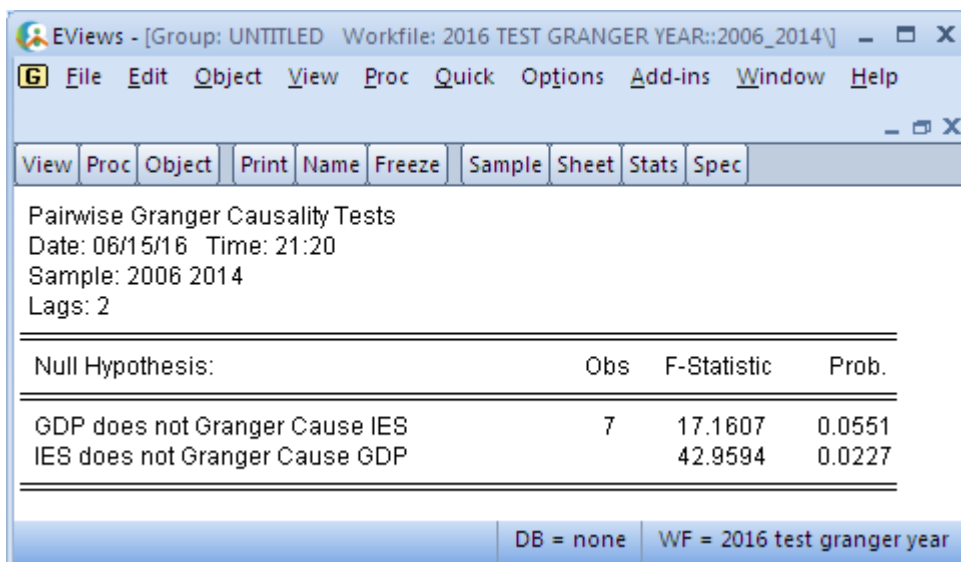


Рис. 3. 8. Причинно-наслідкові зв'язки між індексом економічної свободи (IES) та величиною валового внутрішнього продукту України (GDP)

Джерело: складено автором з використанням пакета Eviews 8.0 та Додатку Ж.5

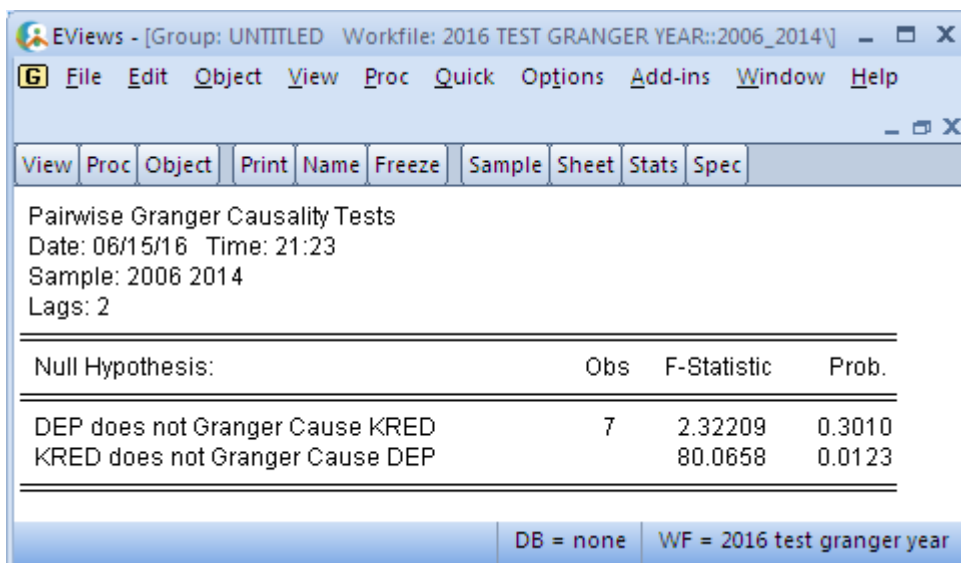


Рис. 3. 9. Причинно-наслідкові зв'язки між середньозваженою процентною ставкою комерційних банків за наданими кредитами(KRED) та за залученими депозитами (DEP)

Джерело: складено автором з використанням пакета Eviews 8.0 та Додатку Ж.5

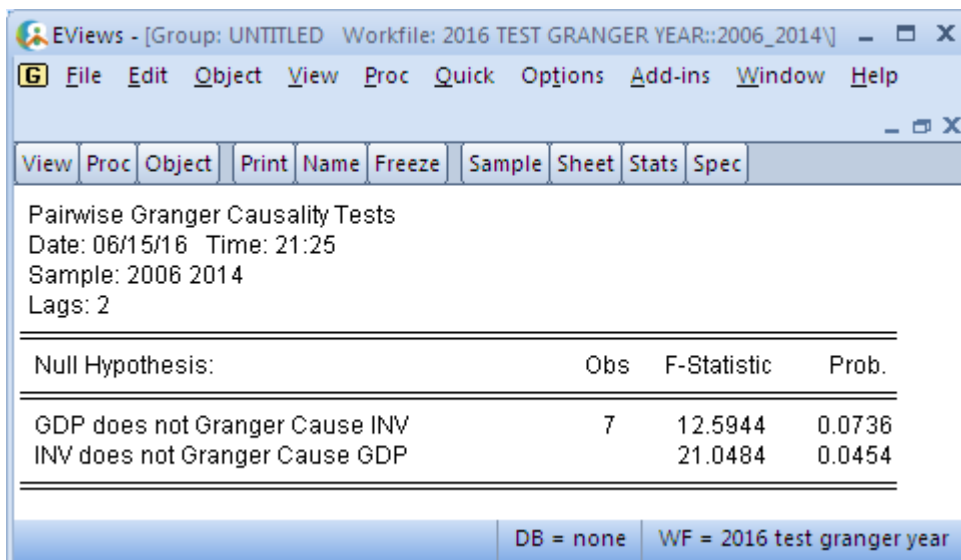


Рис. 3. 10. Причинно-наслідкові зв'язки між величиною інвестицій в основний капітал (INV) та величиною валового внутрішнього продукту України(GDP)

Джерело: складено автором з використанням пакета Eviews 8.0 та Додатку Ж.5

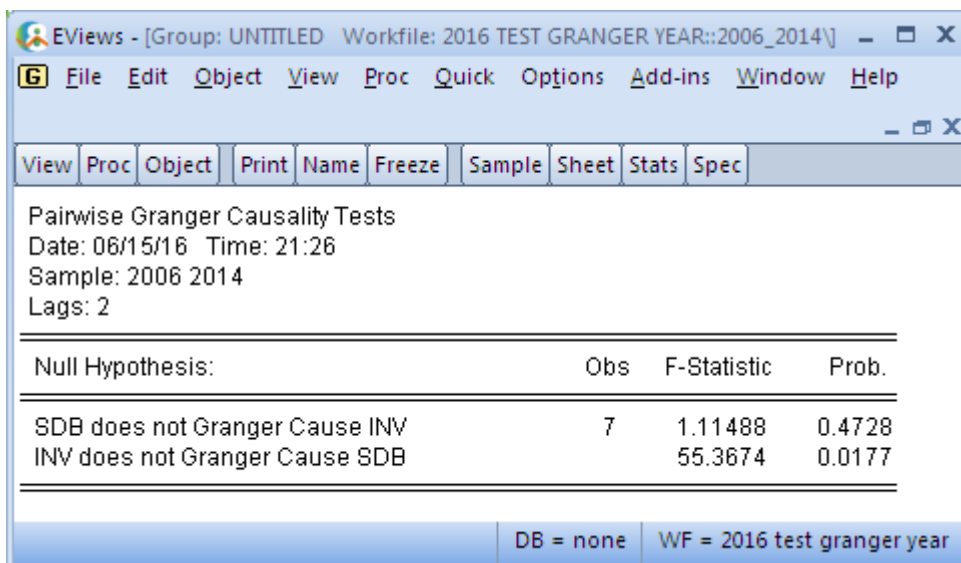


Рис. 3. 11. Причинно-наслідкові зв'язки між величиною інвестицій в основний капітал (INV) тасальдо державного бюджету України (SDB)
Джерело: складено автором з використанням пакета Eviews 8.0 та Додатку Ж.5

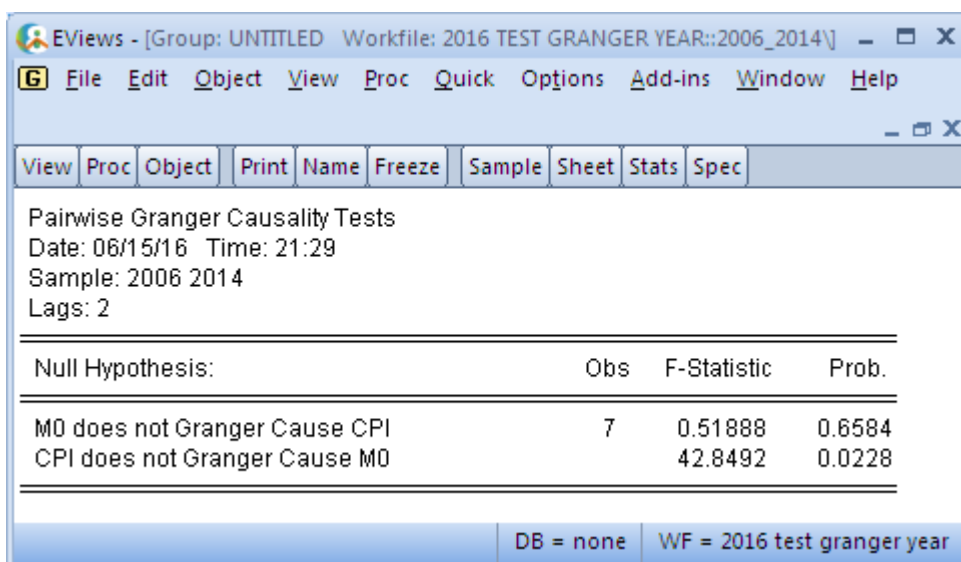


Рис. 3. 12. Причинно-наслідкові зв'язки між індексом споживчих цін (CPI) та грошовим агрегатом M0 (M0)
Джерело: складено автором з використанням пакета Eviews 8.0 та Додатку Ж.5

Pairwise Granger Causality Tests
 Date: 06/15/16 Time: 21:30
 Sample: 2006 2014
 Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
M3 does not Granger Cause CPI	7	0.54996	0.6452
CPI does not Granger Cause M3		42.0422	0.0232

DB = none WF = 2016 test granger year

Рис. 3. 13. Причинно-наслідкові зв'язки між індексом споживчих цін (CPI) та грошовим агрегатом М3 (М3)

Джерело: складено автором з використанням пакета Eviews 8.0 та Додатку Ж.5

Додаток К

Таблиця К.1

Процентні ставки центральних банків країн світу, % (станом на вересень 2016 року)

№	Країни	Поточний рівень процентної ставки	Попередній рівень процентної ставки	Найвищий зафіксований рівень	Найнижчий зафіксований рівень
1	2	3	4	5	6
1	Аргентина	26,75	27,75	1390	1,2
2	Венесуела	22,49	22,48	83,73	12,79
3	Іран	20	20	22	10
4	Гаїті	20	20	31	7
5	Ірак	20	20	20	6
6	Білорусь	18	20	480	10
7	Афганістан	15	15	21	12
8	Азербайджан	15	15	13	2
9	Єгипет	14,75	14,75	21,4	8,25
10	Україна	14	15	300	6,5
11	Замбія	14	15,5	15,5	9
12	Нігерія	14	14	13	6
13	Монголія	14	14,5	14	6,4
14	Бразилія	12,25	13	45	7,25
15	Уганда	11,5	12	23	11
16	Казахстан	11	12	300	5,5
17	Зімбабве	10,68	10,69	16,04	9,5
18	Росія	10	10,5	17	5
19	Кенія	10	10	84,67	0,83
20	Ліван	10	10	30	10
21	Еквадор	9,03	8,86	72,6	7,31
22	Молдова	9	9	21	3,5
23	Таджикистан	9	8	18,06	4,8
24	Узбекистан	9	9	300	9
25	Туреччина	8	8	500	4,5
26	Вірменія	7,75	8,25	10,5	6,75
27	Колумбія	7	6,5	32	3
28	Грузія	6,5	6,9	12	3,75
29	Індія	6,5	6,75	14,5	4,25
30	В'єтнам	6,5	6,5	15	4,8
31	Південна Африка	6	6	23,99	5

Продовження таблиці К.1

1	2	3	4	5	6
32	Пакистан	5,75	5,75	19,5	6
33	Гондурас	5,75	6,25	9	3,5
34	Ісландія	5,75	5,75	18	4,25
35	Парагвай	5,5	5,5	8,5	3,5
36	Домініканська Республіка	5,5	5,5	50	1
37	Македонія	5,25	3,25	15,21	3,21
38	Киргизстан	5	6	13,73	2,64
39	Боснія і Герцеговина	4,91	5,21	94,09	5,07
40	Індонезія	4,75	4,75	12,75	5,75
41	Лаос	4,5	4,5	35	4
42	Катар	4,5	4,5	5,85	1,53
43	Китай	4,35	4,6	10,98	4,6
44	Перу	4,25	4,25	8,9	0,9
45	Малайзія	4,25	3,25	3,5	2
46	Сербія	4	4	18	4,25
47	Туніс	4	4,25	5,25	3,5
48	Алжир	4	4	21	2,75
49	Йорданія	3,25	3,75	9	2,5
50	Мексика	3,25	3,75	9,25	3
51	Чилі	3	3,5	14	0,5
52	Нігер	3	3,5	4,25	3,5
53	Лівія	3	3	5	3
54	Філіппіни	3	4	56,6	3,5
55	Куба	2,25	2,25	2,25	2,25
56	Кувейт	2,25	2	7,25	2
57	Марокко	2,25	2,5	7	2,25
58	Нова Зеландія	2,25	2,25	67,32	2,25
59	Хорватія	2	2,5	4291	2,5
60	Конго	2	2	70	2
61	Саудівська Аравія	2	2	7	1,5
62	Болівія	1,9	1,73	28,51	0,77
63	Румунія	1,75	1,75	12,5	1,75
64	Австралія	1,55	1,5	17,5	1,75
65	Польща	1,5	1,5	24	1,5
66	Тайвань	1,5	1,63	4,63	1,25
67	Об'єднані Арабські Емірати	1,5	1,25	4,75	1

Продовження таблиці К.1.

1	2	3	4	5	6
68	Таїланд	1,38	1,5	5	1,25
69	Південна Корея	1,25	1,5	5,25	1,5
70	Албанія	1,25	1,5	8,5	1,25
71	Угорщина	0,9	1,05	28	1,05
72	США	0,75	0,5	20	0,25
73	Канада	0,5	0,5	16	0,25
74	Норвегія	0,5	0,5	11	0,5
75	Панама	0,48	0,44	5,47	0,18
76	Сінгапур	0,46	0,41	20	-0,75
77	Сполучене Королівство Великобританії та Північної Ірландії	0,25	0,25	17	0,5
78	Ізраїль	0,1	0,1	17	0,1
79	Чехія	0,05	0,05	39	0,05
80	Австрія	0	0	4,75	0
81	Бельгія	0	0	4,75	0
82	Болгарія	0	0	5,77	0
83	Кіпр	0	0	4,75	0
84	Естонія	0	0	4,75	0
85	Єврозона	0	0	4,75	0
86	Японія	-0,1	-0,1	9	-0,1
87	Швеція	-0,5	-0,5	8,91	-0,5
88	Данія	-0,65	-0,75	15	-0,75
89	Швейцарія	-0,75	-0,75	3,5	-0,75

Джерело: розроблено автором за [242]

Додаток Л

Таблиця Л.1

Аналіз цілей та інструментарію політики регулювання процентних ставок країн світу

№	Країна	Стратегічна мета грошово-кредитної політики	Проміжні цілі	Операційні цілі	Правовий акт, яким затверджено на стратегічну мету	Цільовий орієнтир (режим грошово-кредитного регулювання)	Орган, що затверджує грошово-кредитний режим	Основні інструменти грошово-кредитної політики	Ключова процентна ставка	Значення, % (станом на 01.09.16)
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1	США	Ефективне сприяння цілям максимальної зайнятості, стабільних цін та помірних довгострокових процентних ставок	Відсутня	Ставка за федеральними фондами (Federal Funds Rate)	Закон «Про федеральну резервну систему»	Не здійснює прямого таргетування	ФРС	- операції на відкритому ринку через угоди РЕПО; - дисконтна політика (кредити та депозити овернайт); - кількісне пом'якшення; - перспективне орієнтування	Міжбанківська ставка за федеральними резервними фондами Federal Funds Rate	0,75 (зр)
2	Велика Британія	Підтримка цінової стабільності	Орієнтир інфляції, грошова маса в обігу	Ставка банку (BankRate)	Закон «Про банк Англії»	Таргетування інфляції (1998)	Міністр фінансів	- процентна ставка за операціями РЕПО; - кількісне пом'якшення (з 2009); - перспективне орієнтування (з 2014)	Ставка банку (Bank Rate)	0,25 (без зм)
3	Європейський Союз	Забезпечення цінової стабільності в єврозоні	Орієнтир інфляції, приріст агрегату М2	Ставка за основними операціями рефінансування MRO (Main refinancing operations) – фіксована ставка	Угода про Європейський Союз	Не здійснює прямого таргетування	ЄЦБ	- операції на відкритому ринку; - резервні вимоги; - коридор процентних ставок	Ставка за основними операціями рефінансування MRO (Main refinancing operations) – фіксована ставка	0,00 (без зм)

Продовження таблиці Л.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
4	Грузія	Забезпечення цінової стабільності, стійке економічне зростання, якщо це не суперечить основній цілі	Сукупний попит	Короткострокова і міжбанківські процентні ставки (до 7 днів) (short-termin bank interest rates (up to 7 days))	Закон «Про національний банк Грузії»	Таргетування інфляції (2009)	Розробляється Комітетом монетарної політики і затверджується резолюцією парламенту Грузії	- операції рефінансування; - операції на відкритому ринку; - коридор процентних ставок; - мінімальні резервні вимоги	Ставка рефінансування (monetary policy (refinancing) rate	6,5 (зм)
5	Канада	Забезпечення цінової стабільності; гнучкий валютний курс	Сукупний попит	Таргет для ставки овернайт (Target for the Overnight Rate) – іншими словами, ключова ставка процентної політики	Закон «Про банк Канади»	Таргетування інфляції (1991)	Спільно центральний банк і уряд	- коридор процентних ставок; - кількісне пом'якшення; - перспективне орієнтування	Таргет для ставки овернайт (Target for the Overnight Rate) – ключова ставка процентної політики	0,5 (без змін)
6	Китай	Підтримка стабільності вартості валюти і таким чином сприяння економічному зростанню	Відсутня	Ставка Народного банку Китаю	Закон «Про народний банк Китаю»	Таргетування (режим) гнучкого валютного курсу (1979)	Центральний банк	- коридор процентних ставок; - резервні вимоги; - тимчасові обмеження доступу на ринок (наприклад, для недержавних корпорацій)	Облікова ставка (Discount Rate)	4,35 (зм)
7	Туреччина	Підтримка цінової стабільності	Рівень інфляції, контроль зростання грошової маси	Офіційні процентні ставки	Закон «Про центральний банк Республіки Туреччина»	Таргетування інфляції (2002)	Центральний банк	- операції на відкритому ринку; - дисконтна політика; - коридор процентних ставок	Ставка репо	8 (без змін)

Продовження таблиці Л.1

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
8	Польща	Підтримка цінової стабільності, підтримка економічної політики уряду, за якої не обмежується досягнення основної цілі	Офіційні процентні ставки (official interest rates)	Рівень інфляції, контроль зростання грошової маси	Закон «Про Національний банк Польщі»	Таргетування інфляції (1998)	Центральний банк – Національний Банк Польщі	- операції на відкритому ринку; - кредити та депозити овернайт; - резервні вимоги	Довідкова ставка (Reference rate)	1,5 (не змін)
9	Швейцарія	Забезпечення цінової стабільності	Ставка діапазон таргету (SNB-Target Range (Three-month Libor rate for CHF deposits))	Рівень інфляції	Федеральний Закон «Про швейцарський національний банк»	Таргетування інфляції (2000)	Спільно центральний банк та уряд	- операції на відкритому ринку; - коридор процентних ставок	Ставка діапазон таргету (SNB-Target Range (Three-month Libor rate for CHF deposits))	-0,75 (без змін)
10	Японія	Досягнення цінової стабільності для сприяння розвитку національної економіки	Ставка за кредитом овернайт (oncall policy rate)	Надлишкові резерви банківського сектора на рахунках в центральному банку	Закон «Про Банк Японії»	Не здійснює прямого таргетування		- операції на відкритому ринку; - механізми кредитування	Ставка за кредитом овернайт (Callrate / Uncollaterized overnight call rate)	-0,1 (не змін)

Джерело: розроблено автором на основі даних Центральних банків країн світу [252; 253; 254; 255; 256; 257; 258; 262; 263; 264]



ДЕРЖАВНА СЛУЖБА УКРАЇНИ З НАДЗВИЧАЙНИХ СИТУАЦІЙ
**ЛЬВІВСЬКИЙ ДЕРЖАВНИЙ УНІВЕРСИТЕТ БЕЗПЕКИ
ЖИТТЄДІЯЛЬНОСТІ**

79007, м. Львів, вул. Клепарівська, 35; тел.: (032)233-32-40, факс: 233-00-88
www.ldubgd.edu.ua

E-mail: ldubzh.lviv@mns.gov.ua

«20» 06. 2014 р. № 8/2395/04-07

На № _____ від _____

ДОВІДКА

*про впровадження результатів дисертаційної роботи
Пелех Уляни Василівни*

Результати дисертаційної роботи Пелех Уляни Василівни «Монетарне регулювання процентних ставок на грошовому ринку України» використано у навчальному процесі Львівського державного університету безпеки життєдіяльності Інституту пожежної та техногенної безпеки на кафедрі «права та менеджменту у сфері цивільного захисту» при викладанні дисципліни «економічна теорія».

Проректор

з науково-дослідної роботи д.т.н., доцент



[Signature]
Т.Є. Рак



МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
MINISTRY OF EDUCATION AND SCIENCE OF UKRAINE
ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ІВАНА ФРАНКА
IVAN FRANKO NATIONAL UNIVERSITY OF LVIV

вул. Університетська, 1, м. Львів, 79000, Україна
тел./факс (032) 261-60-48, тел. 260-34-02
<http://www.lnu.edu.ua>, e-mail: lnu@lnu.edu.ua
Код ЗКПО 02070987 Державна Казначейська служба України
МФО 820172, р.р. 35225230001061
№ свідоцтва 17701483, ін. под. № 020709813029
Валютний рахунок № 26007006042 в Укресімбанку
м. Львова МФО 325718

1, Universytetska Str., Lviv, 79000, Ukraine
Phone/Fax: +38 (032) 261-60-48, 260-34-02
<http://www.lnu.edu.ua>, e-mail: lnu@lnu.edu.ua
Code ZKPO 02070987 State Treasury Service of Ukraine
MFO 820172, Settlement Acc. 35225230001061
Certificate No. 17701483, Tax IN020709813029
Foreign Currency Acc.No. 26007006042 in Lviv Branch of
Ukreximbank MFO 325718

№ 1619-Н від 06.04.2016

на № _____ від _____


ДОВІДКА

Про впровадження результатів наукових досліджень за темою «Монетарне регулювання процентних ставок на грошовому ринку України» здобувача наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – «Гроші, фінанси і кредит» асистента кафедри обліку і аудиту Пелех Уляни Василівни

Результати дисертаційної роботи Пелех Уляни Василівни використано у навчальному процесі на економічному факультеті Львівського національного університету імені Івана Франка під час викладання дисциплін: «Гроші і кредит», «Центральний банк та грошово-кредитна політика», «Фінансовий ринок», «Ринок фінансових послуг». Впровадження результатів дисертаційної роботи асистента Пелех У. В. дало змогу поглибити теоретичні знання та практичні навички студентів.

Проректор з наукової роботи
член-кореспондент НАН України,
професор




Р.Є. Гладішевський



МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
MINISTRY OF EDUCATION AND SCIENCE OF UKRAINE
ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ІВАНА ФРАНКА
IVAN FRANKO NATIONAL UNIVERSITY OF LVIV

вул. Університетська, 1, м. Львів, 79000, Україна
тел./факс (032) 261-60-48, тел. 260-34-02
<http://www.lnu.edu.ua>, e-mail: lnu@lnu.edu.ua
Код ЗКПО 02070987 Державна Казначейська служба України
МФО 820172, р.р. 35225230001061
№ свідоцтва 17701483, ін. под. № 020709813029
Валютний рахунок № 26007006042 в Укресімбанку
м. Львова МФО 325718

1, Universytetska Str., Lviv, 79000, Ukraine
Phone/Fax: +38 (032) 261-60-48, 260-34-02
<http://www.lnu.edu.ua>, e-mail: lnu@lnu.edu.ua
Code ZKPO 02070987 State Treasury Service of Ukraine
MFO 820172, Settlement Acc. 35225230001061
Certificate No. 17701483, Tax IN020709813029
Foreign Currency Acc.No. 26007006042 in Lviv Branch of
Ukreximbank MFO 325718

№ 1620-Н від 06.04.2016

на № _____ від _____

Довідка

про впровадження результатів наукових досліджень

Пелех Уляни Василівни під час виконання дисертаційної роботи на тему
«Монетарне регулювання процентних ставок на грошовому ринку України»

Результати, одержані під час виконання дисертаційної роботи Пелех Уляною Василівною, використані під час здійснення роботи над науково-дослідною темою у Львівському національному університеті імені Івана Франка: «Фінансові стратегії розвитку економіки України» (державний реєстраційний номер 0112U004029) на кафедрі фінансів, грошового обігу і кредиту», в межах робочого часу, у 2015 році.

Пелех У.В. узагальнено теоретичні підходи до обґрунтування та вдосконалено методичне забезпечення функціонування механізму монетарного регулювання процентних ставок грошового ринку України, в умовах нестабільного середовища. Рекомендації автора спроможні допомогти генерувати та передавати імпульси грошово-кредитної політики, через посередництво НБУ, для забезпечення цільового рівня інфляції.

Проректор з наукової роботи
член-кореспондент НАН України
професор



Р.Є. Гладішевський

4, пл. А. Міцкевича, Львів, 79000, УКРАЇНА
Тел. (032) 244-55-55
Факс: (032) 297-12-53
e-mail: bank@lviv.eximb.com
http://www.eximb.com

4, A. Mitskevich sq., Lviv, 79000, UKRAINE
Tel.: +38 (032) 244-55-55
Fax: +38 (032) 297-12-53
e-mail: bank@lviv.eximb.com
http://www.eximb.com

13.05.2016 № 060-09/1428

На № _____

ДОВІДКА

про впровадження результатів наукових досліджень Пелех Уляни Василівни під час виконання дисертаційної роботи на тему

«Монетарне регулювання процентних ставок на грошовому ринку України»

Результати, одержані Пелех Уляною Василівною під час виконання дисертаційної роботи, стосовно організації, методики і практичних рекомендацій із удосконалення процесу регулювання процентних ставок на грошовому ринку України, використовуються у філії АТ «Укрексімбанк» в м. Львові зокрема:

- здійснюється оцінювання стану функціонування інструментів монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку України, шляхом встановлення взаємозв'язку облікової ставки й основних монетарних і макроекономічних показників;
- організаційні аспекти регулювання процентних ставок на грошовому ринку України.

Використання розроблених рекомендацій дозволило вдосконалити процес встановлення процентних ставок банком.

Керуючий філією
АТ «Укрексімбанк» в м. Львові



Стасів А.М.



ПРОМІНВЕСТБАНК

PSC PROMINVESTBANK

ОБЛАСНЕ ВІДДІЛЕННЯ ПАТ «ПРОМІНВЕСТБАНК» В М. ЛЬВІВ

Вих. № 114-09/84

18.05.2016 р.

ДОВІДКА

про впровадження результатів наукових досліджень

Результати, одержані Пелех Уляною Василівною під час виконання дисертаційної роботи на тему «Монетарне регулювання процентних ставок на грошовому ринку України», впроваджені у діяльність Обласного відділення ПАТ «Промінвестбанк» в м. Львів. Зокрема адміністрацією банку використано рекомендації автора стосовно стабілізації грошового ринку через застосування інструментарію монетарного регулювання процентних ставок. Також взято до уваги розроблений науково-методичний підхід до системи монетарного регулювання процентних ставок на грошовому ринку.

Запропонована автором методика регулювання процентних ставок дозволить ПАТ «Промінвестбанк» визначити найбільш прийнятну структуру процентних ставок та їх величину.

Директор Обласного відділення
ПАТ «Промінвестбанк» в м. Львів



Волков І. М.