МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ УКРАЇНИ
ТЕРНОПІЛЬСЬКА АКАДЕМІЯ НАРОДНОГО ГОСПОДАРСТВА

На правах рукопису

АДАМИК БОГДАН ПЕТРОВИЧ

УДК 336.711

ФУНКЦІЇ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ В СИСТЕМІ РЕГУЛЮВАННЯ ГРОШОВО-КРЕДИТНИХ ВІДНОСИН В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ

Спеціальність 08.04.01 – фінанси, грошовий обіг і кредит

Дисертація
на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник –
Тиркало Роман Іванович,
кандидат економічних наук,
професор

Тернопіль – 1999

З М І С Т

ВСТУП 3

РОЗДІЛ 1. ОРГАНІЗАЦІЯ ДІЯЛЬНОСТІ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ В УМОВАХ РИНКОВИХ ВІДНОСИН 9

1.1. Роль і місце центрального банку в економіці країни 9

1.2. Функції центрального банку в системі державного регулювання економічних процесів 23

Висновки до розділу 1 53

РОЗДІЛ 2. ДІЯЛЬНІСТЬ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРА-ЇНИ В СФЕРІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ

2.1. Грошово-кредитна політика Національного банку України як основа стабільного розвитку економіки 54

2.2. Валютна політика та її значення щодо забезпечення стабільності національних грошей 54

2.3. Національний банк України як організатор грошового обороту в державі 93

Висновки до розділу 2 106

РОЗДІЛ 3. ПРОБЛЕМИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ ТА ВДОСКОНАЛЕННЯ ДІЯЛЬНОСТІ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ 124

3.1. Діяльність Національного банку в системі заходів ринкового реформування економіки України 126

3.2. Передавальний механізм монетарної політики як необхідна умова ефективної діяльності Національного банку України 126

3.3. Основні напрями вдосконалення діяльності Національного банку України в умовах перехідного періоду 141

Висновки до розділу 3 159

ВИСНОВКИ 170

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ 172
ДОДАТКИ 180
196

ВСТУП

Становлення системи повноцінних ринкових відносин в Україні суттєво змінює роль держави у регулюванні економічних процесів, цілі якого полягають у забезпеченні стійкого зростання виробництва, підтриманні високого рівня зайнятості, стабільності купівельної спроможності грошової одиниці та рівноваги у зовнішній торгівлі. Успішність досягнення таких цілей значною мірою залежить від гнучкої ефективності роботи кредитно-фінансової системи країни, ключова ланка якої – центральний банк. Він є головним органом державного регулювання макроекономічних процесів за допомогою грошово-кредитних методів.

За сучасних умов діяльність центрального банку має вирішальний вплив на стабільність національної валюти, надійність банківських установ, дієвість платіжно-розрахункового механізму, активізацію ринкової кон'юнктури, вирівнювання платіжного балансу, що загалом визначає ефективність функціонування всієї економіки країни. Зазначені обставини обумовлюють актуальність дослідження проблем, пов'язаних із визначен-ням статусу центрального банку в економіці та сфер його функціонування, оскільки місце центрального банку в ринковій економіці багато в чому визначає хід та напрямок економічного розвитку країни.

Актуальність теми. В умовах реформування економіки, що здійснюється в Україні на сучасному етапі, вивчення проблем, пов'язаних із розвитком інституту центрального банку і його грошово-кредитної політики, набуває особливого значення. Перш за все це пов'язано з тим, що в економічній системі колишнього Радянського Союзу практично не існувало поняття "грошово-

кредитна політика центрального банку". Монетарна політика швидше доповнювала бюджетну і її самостійне значення практично не враховувалось, що було наслідком загального планово-розподільчого характеру економіки.

Всеохоплююча фінансово-економічна криза, в якій Україна знаходиться вже більше семи років, визначає актуальність і важливість створення засад ефективної, адекватної ринковій системі господарювання грошово-кредитної політики з чітким визначенням як стратегічних, так і поточних завдань. З огляду на це, проведення виваженої монетарної політики та пошук шляхів її вдосконалення в умовах ринкової трансформації економіки України є своєчасним як з теоретичної, так і з практичної позицій.

Дослідженню ролі центрального банку в ринковій економіці та механізму його грошово-кредитної політики присвячена значна кількість наукових праць, зокрема фундаментальні дослідження класиків (М. Фрід-мен, А. Маршалл, Ф. Хайек, Й. Шумпетер, Ф. Модільяні, В. Сміт, І. Фішер, Дж. Кейнс, Л. Харріс, Л. Ерхард, Г. Кауфман та інші), праці провідних зарубіжних вчених (Е. Долан, Ф. Мішкін, Дж. Сакс, П. Самуельсон, К. Ма-кконнелл, С. Фішер, М. Бункіна, В. Усоскін, О. Лаврушин, В. Анікін, Л. Красавіна, М. Ямпольський, В. Усов, В. Шенаєв, В. Поляков, Л. Мос-ковкіна та ін.).

Належне місце в розробці цієї теми займають праці українських економістів, до яких належать А. Гальчинський, О. Гриценко, В. Лисиць- кий, А. Мороз, М. Савлук, О. Шаров, В. Ющенко та ряд інших. Водночас, незважаючи на значні здобутки в дослідженні проблем грошово-кредитного регулювання економіки, не знайдено єдиного погляду в теорії і практиці на шляхи досягнення стабільності й економічної рівноваги заходами грошово-кредитної політики. Питання специфіки монетарної політики в період переходу від централізованої до ринкової економіки вивчені і висвітлені в економічній літературі недостатньо. Власне це і визначає актуальність і практичну цінність

дослідження заходів Національного банку України в системі грошово-кредитного регулювання економіки.

Предметом дослідження є діяльність Національного банку зокрема та економіка України в цілому.

Об'єктом дослідження виступає грошово-кредитна політика в умовах ринкової трансформації економіки України.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконана відповідно до плану комплексної науково-дослідної теми кафедри грошового обігу і кредиту Тернопільської академії народного господарства "Роль бюджету в регулюванні економічних і соціальних процесів (реєстраційний № 0197 И 003465).

Мета і задачі дослідження. Головною метою дисертаційної роботи є комплексне теоретичне і практичне вивчення актуальних проблем, пов'язаних із особливостями формування і реалізації Національним банком України монетарної політики в умовах ринкової трансформації економіки, а також розробка на цій основі ряду теоретичних і практичних рекомендацій щодо вдосконалення грошово-кредитного регулювання.

Відповідно до поставленої мети визначені конкретні завдання дослідження:

- визначення ролі та місця Національного банку в економіці України;
- аналіз поняття "незалежність центрального банку", а також значення незалежної грошової політики в економіці та факторів, що її визначають;
- вивчення та узагальнення світового досвіду формування і проведення грошово-кредитної політики, виявлення можливостей використання в Україні найраціональніших його елементів;
- комплексний, системний аналіз з критичних позицій діючої в Україні грошово-кредитної та валютної політики і розробка теоретичних та практичних рекомендацій щодо її вдосконалення;

- аналіз організації Національним банком України грошового обороту та визначення заходів щодо його оптимізації;
- розгляд основних проблем грошово-кредитного регулювання в умовах трансформації економіки України;
- уточнення значення і оцінка передавального механізму монетарної політики як необхідної умови підвищення ефективності грошово-кредитного регулювання;
- обгрунтування основних напрямів вдосконалення діяльності Національного банку України в умовах перехідного до ринку періоду.

Наукова новизна одержаних результатів. У результаті проведеного дослідження були одержані такі суттєві результати:

- уточнено роль і місце Національного банку в економіці та виявлено обернену залежність між рівнем його незалежності й рівнем інфляції;
- дано оцінку ефективності механізму реалізації грошово-кредитної та валютної політики в Україні;
- розроблено теоретичні та практичні рекомендації щодо вдоскона-лення грошово-кредитного регулювання економіки;
- запропоновано систему заходів для покращення організації грошо-вого обігу в Україні (стимулювання депозитних операцій населення, прискорення запровадження розрахунків фізичних осіб у безготівковій формі, перехід до масових безготівкових розрахунків за допомогою пластикових карток та ін.);
- на основі дослідження рівня монетизації економіки України і факторів, що впливають на його зміну, зроблено висновок про відсутність залежності між емісійною активністю НБУ і підвищенням рівня монетизації ВВП;
- на основі узагальнення світового досвіду монетарного регулювання розкрито передавальний механізм грошової політики та вплив його каналів на економічну активність в Україні;

- із застосуванням методів статистичного аналізу аргументується висновок про те, що експансійна грошова політика Національного банку не сприяла у досліджуваному періоді зростанню реального ВВП;
- обгрунтовується теза про необхідність переорієнтації перш за все загальнодержавної, а не монетарної політики для покращення економічної ситуації в Україні.

Практичне значення одержаних результатів. На основі дослідження можна здійснити практичні заходи щодо підвищення ефективності грошово-кредитної політики зокрема та загальнодержавної економічної політики у цілому.

Пропозиції щодо вдосконалення організації діяльності НБУ та проведення ним незалежної монетарної політики можуть бути використані при формуванні законодавчої й нормативної бази діяльності Національ-ного банку. Результати дослідження грошово-кредитного і валютного регулювання економіки використовуються також фахівцями НБУ у їх поточній діяльності.

Методичні положення координації монетарного і фіскального регулювання можуть бути використані на етапі проектування (планування) та прийняття рішень у галузі макроекономічної політики і здійснення конкретних управлінських заходів при виконанні програм виходу України з кризового стану і початку зростання.

Окремі положення роботи використовуються у навчальному процесі в Тернопільській академії народного господарства у курсах “Грошово-кредитна політика центрального банку”, “Гроші та кредит”, “Банківська справа”.

Теоретичне значення роботи полягає у тому, що проведене досліджен-ня і сформульовані висновки є певним внеском у розвиток теорії грошового обігу і кредиту та грошово-кредитного регулювання. Результати досліджен-ня доповнюють курс “Грошово-кредитна політика центрального банку”.

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота виконана особисто здобувачем. Із наукових праць, опублікованих у співавторстві, в дисертаційному дослідженні використані ідеї та положення, що є результатом особистої роботи здобувача. Конкретний внесок здобувача у ці праці вказаний в авторефераті у переліку основних публікацій за темою дисертації.

Апробація результатів дисертації. Про основні теоретичні положення і практичні пропозиції дисертаційного дослідження йшлося на Першій Міжнародній конференції “Наука і освіта ‘98” (Дніпропетровськ, 23-30 квітня 1998 року); Міжнародній науково-практичній конференції “Банківська система України: проблеми та перспективи розвитку” (Тернопіль, 4-5 червня 1998 року); Всеукраїнській конференції "Економічні реформи в Україні: позиція молоді", що проходила у рамках конкурсу досліджень, організованого Міжнародним центром перспективних досліджень спільно з НБУ і Київським національним університетом ім. Т. Шевченка (Київ, 30 червня – 1 липня, 18-20 листопада 1998 року, анотація проекту дослідження розміщена в мережі INTERNET); Міжвузівській науково-практичній конференції “Проблеми і перспективи розвитку фінансової політики в Україні в умовах ринкової економіки” (Чернівці, 17-18 травня 1999 року). Основні положення і висновки роботи обговорювали також на засіданнях кафедри грошового обігу і кредиту Тернопільської академії народного господарства та кафедри банківської справи Київського національного економічного університету.

Публікації. Основні положення і висновки роботи викладені в 12 наукових статтях і тезах доповідей на конференціях загальним обсягом 3,8 друкованих аркуші, з яких особисто автору належить 3,5 друкованих аркуша.

Структура роботи. Відповідно до мети, завдання та логіки дослідження визначена структура роботи, що складається з вступу, трьох розділів, висновків, списку літератури, який охоплює 206 використаних джерел, з них 26 – іноземні,

12 додатків, 19 таблиць і 24 рисунків. Повний обсяг дисертації складає 179 сторінок друкованого тексту.

РОЗДІЛ 1
ОРГАНІЗАЦІЯ ДІЯЛЬНОСТІ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКУ В УМОВАХ РИНКОВИХ ВІДНОСИН

1.1. Роль і місце центрального банку в економіці країни

З усіх сил, підпорядкованих пануючій владі,
сила грошей, певно, найнадійніша.
І. Кант

Суспільство може процвітати тривалий період часу тільки тоді, коли забезпечуються матеріальні блага для його членів завдяки ефективній економіці. У сучасній економіці велике значення мають підтримка стабільності грошової одиниці, достатнє забезпечення капіталом, а також захищена від криз банківська система. Для досягнення цієї мети держави здійснюють суворий, всебічний контроль. Це визначено конституціями та окремими законодавчими актами.

Особлива роль у державному регулюванні ринкової економіки належить грошово-кредитним системам та їх головній ланці – центральним емісійним банкам. Така роль центральних банків визначається їх статусом монопольного органу щодо постачання суспільства грошовими коштами. Порівняно із казначействами, діяльність яких обмежена рівнем дохідної частини бюджету і бюджетного дефіциту, центральні банки володіють більшим ступенем свободи, оскільки можуть випускати в обіг необхідну кількість грошей. Це означає, що при виникненні кризових ситуацій вони у змозі надати дієву підтримку суб’єктам господарювання шляхом створення резервного фонду платіжних

засобів для попередження їх банкрутств. У більшості країн надання такої підтримки суворо регламентоване законами про центральний банк і проводиться згідно з рішенням державних органів управління економікою.

Більшість країн мають центральні банки: наприклад, Федеральна резервна система у Сполучених Штатах Америки; Німецький федеральний банк; Банк Франції; Японський банк та інші. Кожен чимось відрізняється від іншого у межах своїх операцій, у повноваженнях та методах, які використовує; основі стосунків із урядом; але усі вони слугують як банки і для уряду країни, і для банківської системи. Шляхом поєднання цих двох функцій центральний банк стає основним органом, що проводить грошову політику в своїй країні. Тобто таку політику, що впливає на вартість і наявність грошей. Це робить центральні банки виключно важливими для економіки своєї країни та для світових фінансових ринків.

Статус центрального банку – не лише найважливіший елемент становлення даного інституту в економіці, а й фактор, що має велике політичне та економічне значення для розвитку ринкової інфраструктури. Положення центрального банку є відображенням тих процесів, що відбуваються в економіці, рівня розвитку її політичних інститутів, демократичних традицій суспільства, його економічної культури тощо.

Важливість цієї проблеми для України, важливість створення умов для становлення і росту інституту центрального банку нашої держави необхідно усвідомити вже з перших кроків реформування економіки.

В умовах адміністративної економіки центральні (державні) банки підпорядковувались урядам країн. Це положення, як правило, закріплювалося конституційними нормами. Наприклад, у Конституції колишнього СРСР (стаття 14) зазначалося, що керівництво емісійною справою в країні, як і всією грошовою та кредитною системою в цілому, є виключним правом уряду СРСР. Відповідно до цього розміри грошової емісії визначалися на урядовому рівні.

Тому на державний банк СРСР як емісійний центр країни покладалася функція лише технічного забезпечення директив уряду щодо питань грошового обігу. Йшлося лише про функцію “друкарського верстата”, який слухняно забезпечував виконання розроблених урядом планів грошової емісії.

Ще обмеженішими були функції республіканських банківських установ. Державний банк СРСР вважався загальносоюзною банківською установою, в структурі якого республіканські банки виконували роль філій.

В умовах ринкової економіки центральні банки є, як правило, установами, юридично незалежними від виконавчих органів влади. Їхнє головне призначення – забезпечення стійкості національної грошової одиниці та регулювання і координація діяльності грошово-кредитної сфери. У своїй діяльності центральні банки мають керуватися лише державними інтересами та чинним законодавством.

Правовий статус центральних банків розвинутих країн закріплений у правових актах: законах про центральні банки та їх статутах, законах про банківську та кредитну діяльність, у валютному законодавстві. Зазвичай основним правовим актом, що регулює діяльність центрального банку, є Закон про центральний банк, де визначено його організаційно-правовий статус, функції, процедуру призначення вищого керівного складу, взаємовідносини з державою і національною банківською системою. Даний закон встановлює повноваження центрального банку як емісійного інституту країни.

Центральний банк, як правило, створюється в формі акціонерного товариства. У більшості країн його капітал належить державі (Франція, Велика Британія, Німеччина, Іспанія). Якщо держава володіє лише частиною капіталу (Бельгія, Японія) або акціонерами центрального банку є комерційні банки (наприклад у США) та інші фінансові установи (Італія), держава, тим не менше, відіграє провідну роль у формуванні органів управління центрального банку.

Сьогодні практично ніхто не ставить під сумнів питання про важливість ролі центрального банку в процесі економічного розвитку країни. Значущість центральних банків багато в чому визначається тими функціями, котрі вони виконують. Якщо узагальнити міжнародну практику, то можна виділити такі важливі сфери діяльності, що притаманні більшості центральних банків промислово розвинутих країн:

- емісія грошей та регулювання цінності національної валюти;
- проведення грошово-кредитної політики всередині країни;
- забезпечення кредитними ресурсами комерційних кредитних організацій (кредитор останньої інстанції для комерційних банків);
- підтримка курсу національної валюти на міжнародному фінансо-вому ринку;
- виконання фінансових доручень уряду.

Цей широкий діапазон діяльності центральних банків підтверджує доцільність їх існування в системі ринкової економіки. Разом з тим характер їх взаємовідносин з урядовими державними структурами за своїм змістом і формою істотно відрізняються в різних країнах. Якщо спробувати узагальнити картину взаємодії центрального банку з урядом, то в загальному плані можна виділити дві полюсні макросистемні моделі:

1) центральний банк виступає агентом міністерства фінансів і провідником його грошово-кредитної політики;

2) центральний банк є незалежним від уряду, що забезпечує йому самостійність у проведенні грошово-кредитної політики без тиску з боку органів влади.

Проте на практиці жодна з цих схем у чистому вигляді не отримала поширення через різноманітність форм організації політичної влади й неадекватність економічного розвитку в різних країнах. У більшості країн функціонує проміжна модель, у межах якої використовуються принципи

взаємодії виконавчої влади з центральним банком при певному ступені незалежності останнього.

Під незалежністю центрального банку від уряду слід розуміти дві її форми: політичну й економічну.

Політична незалежність – це автономія (самостійність) центрального банку при встановленні цільових орієнтирів грошової маси; економічна незалежність – самостійність центрального банку при виборі інструментів грошово-кредитної політики.

Умовами політичної незалежності центрального банку є визначення порядку призначення членів його керівного органу або керуючого, ухвалення прийнятого банком рішення з боку уряду і (або) парламенту. Економічна незалежність виражається у тому, що центральний банк не зобов'язаний автоматично видавати грошові кошти урядові для фінансування державних витрат й віддавати йому перевагу при наданні кредитів.

Незалежність центрального банку в цілому визначається такими факторами:

– *незалежність від уряду.* Ця умова є обов'язковою. Якщо центральний банк зобов'язаний виконувати вказівки уряду, то він не зможе підтримувати стабільність цін, оскільки відчуватиме тиск з боку уряду;

– *особиста незалежність членів органів управління центрального банку.* Незалежність органів управління центрального банку забезпечуватиметься у тому випадку, якщо вони призначаються на достатньо тривалий період часу. У випадку їх повторного призначення виникає небезпека зменшення ступеня їх особистої незалежності;

– *юридичний статус банку*, що визначається можливостями внесення змін у статут (закон) центрального банку. Що складніше внести зміни в статут, то надійніше забезпечується незалежність центрального банку.

Незалежний статус центрального банку дає йому змогу не пов’язувати свої дії з динамікою політичної кон’юнктури, а забезпечувати реалізацію грошово-кредитної політики, використовуючи при цьому найефективніші засоби [70, с.42]. Він повинен мати можливість бути противагою уряду, який може вирішувати економічні питання, керуючись суто політичними міркуваннями (наприклад, майбутніми виборами) і тому використовувати популістські методи. Незалежність центрального банку при цьому є необхідною умовою забезпечення стабільності національної грошової системи, оскільки уряд може бути зацікавлений у використанні емісійних важелів для досягнення певних цілей, що мають кон’юнктурний характер (зниження рівня безробіття, отримання додаткових надходжень до бюджету, розширення державних витрат, що не підкріплені реальними фінансовими ресурсами). Дані обставини вимагають існування відпрацьованої процедури прийняття центральним банком рішень, які б не залежали безпосередньо від поточних дій уряду.

Водночас незалежність центрального банку об’єктивно не може бути абсолютною. У тактичних питаннях щодо регулювання економіки вона не повинна суперечити стратегічним цілям економічної політики органів державного управління. Як головна кредитна інституція держави, центральний банк повинен враховувати загальноекономічні цілі та узгоджувати свої дії з урядом й іншими державними установами, що формують економічну й фінансову політику. Регулярні контакти між представниками центрального банку й державних органів влади підвищують ступінь довіри останніх до дій центрального банку і сприяють досягненню ним головної цілі – забезпечення стабільності цін. Таким чином, виконанню даного завдання може сприяти звітність центрального банку про свою діяльність, що періодично надається парламентові.

Ступінь незалежності центрального банку від виконавчої влади у різних країнах неоднаковий (табл. 1.1). Вважають, що найбільшою незалежністю

в проведенні грошово-кредитної політики володіє центральний банк Німеччини – Бундесбанк, незалежність якого передба-чена Законом про Бундесбанк. У статті 12 цього Закону [117, с.129] зазначається, що Бундесбанк повинен підтримувати економічну політику федерального уряду, доки вона не суперечить виконанню основних обов'язків банку (функцій щодо забезпечення стабільності валюти). Повноваження чітко розмежовані: Бундесбанк відповідає за монетарну політику, уряд – за фіскальну.

Таблиця 1.1

Незалежність центральних банків країн Європейського Співтовариства [43, с.62]

Центральний банк	Незалежність від вказівок органів державної влади	Стабільність цін як юридич- но закріплена у статуті ціль	Кредитування уряду
Німецький Бундесбанк	так	так	вельми обмежене
Банк Англії	ні	ні	немає юридичних обмежень
Банк Франції	у достатній мірі	ні	є верхня межа
Банк Італії	ні	ні	обмежень немає
Банк Нідерландів	де-факто	так	вельми обмежене
Національний банк Бельгії	вимагається тісне співробітництво	ні	необмежене
Центральний банк Ірландії	у достатній мірі	так	на розсуд банку
Національний банк Данії	у достатній мірі	ні	офіційна угода щодо ліміту
Банк Іспанії	ні	ні	необмежене
Банк Португалії	частково	ні	вельми обмежене
Банк Греції	ні	ні	широкі можливості

По суті Бундесбанк є державою в державі – четвертою владою, поряд із законодавчою, виконавчою та судовою. Банк Німеччини – це продов-ження виконавчої влади, він чітко вплетений у систему координації дій і погоджує свою діяльність із політикою уряду, що проявляється у регулярних консультаціях між ним і урядом.

Дослідження важливості незалежного статусу центрального банку широко представлено у зарубіжній економічній літературі. Основною причиною цього є доведення тісного зв'язку між незалежністю центрального банку та інфляцією: що більшою є незалежність, то меншим є рівень інфляції у країні (рис. 1.1).

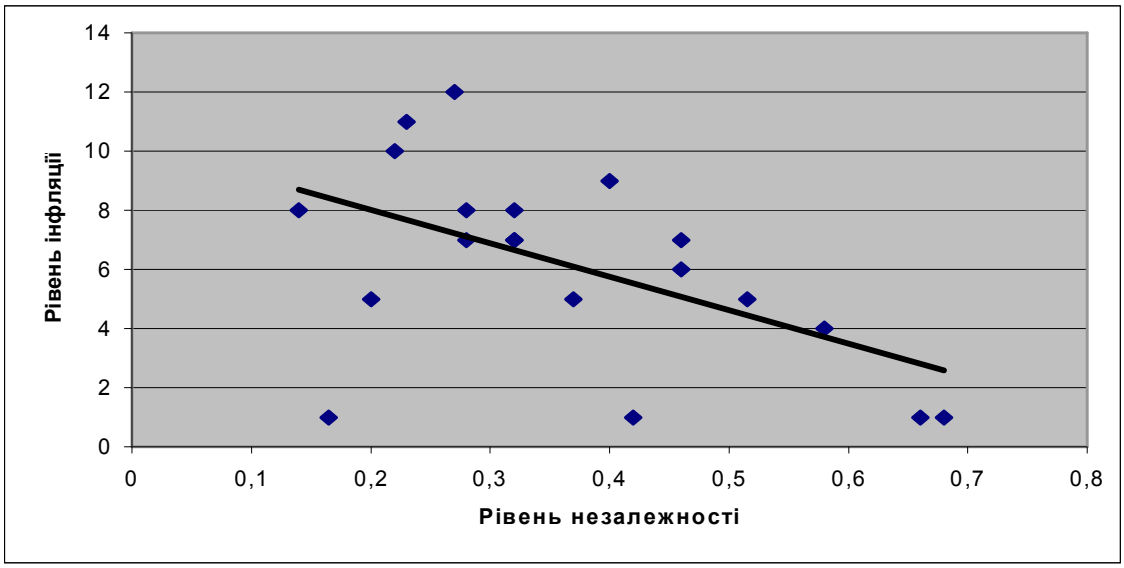


Рис. 1.1. *Взаємозв'язок між рівнем незалежності центрального банку і рівнем інфляції у розвинутих країнах у 1980-і роки [184, с.215]*

Типовою ілюстрацією такого зв'язку є порівняння Великої Британії, де Банк Англії донедавна значно залежав від уряду, з Німеччиною, Бундесбанк якої є одним з найнезалежніших центральних банків світу. У післявоєнний період рівень інфляції у Великій Британії більш ніж удвоє перевищував рівень Німеччини (у середньому 5,5% проти 2,8%). До того ж реальний приріст ВВП у

Великій Британії виявився значно нижчим (2,0%), ніж приріст у Німеччині (3,5%) [205, с.7].

Ще одним доказом залежності рівня інфляції від ступеня незалежності центрального банку є недавнє дослідження, проведене науковцями Прінстонського університету [185], які узагальнили двадцять різних досліджень щодо взаємозв'язку між незалежністю центрального банку й інфляцією. У 18 із них автори прийшли до висновку: більший рівень незалежності центрального банку асоціюється з нижчим рівнем інфляції.

Отже, як свідчить досвід розвинутих країн, більший рівень самостійності центрального банку в проведенні своїх операцій забезпечує стабільніше й ефективніше функціонування фінансово-кредитної системи зокрема та економіки у цілому. Важливим фактором цінової стабільності у країнах із незалежним центральним банком є низькі інфляційні очікування, що грунтуються на довірі суспільства до грошово-кредитної політики, яка виключає можливість політичного тиску на рішення банку.

Із прийняттям Верховною Радою України Декларації про державний суверенітет та Закону про економічну самостійність України розпочався складний процес становлення банківської системи нашої держави. Важливою віхою в цьому процесі стало прийняття 20 березня 1991 року Верховною Радою Закону України "Про банки і банківську діяльність" [2].

Статтею 1 цього Закону визначено два вельми важливі положення. У ній, з одного боку, утверджується самостійний характер банківської системи України, з іншого – визначено її дворівневий характер. Як зазначено в цій статті, "банківська система складається з Національного банку України та комерційних банків... різних видів і форм власності". Водночас статтею 7 визначено, що Національний банк (НБУ) підзвітний лише Верховній Раді України. Ці та інші положення Закону "Про банки і банківську діяльність" переконливо свідчать

про те, що в Україні закладено необхідний правовий фундамент для розбудови банківської системи відповідно до вимог ринкової економіки.

Національний банк України, відповідно до статті 7 Закону "Про Національний банк України", прийнятого Верховною Радою України 20 травня 1999 року [3, с. 2], виконує такі функції: визначає та проводить грошово-кредитну політику, монопольно здійснює емісію національної валюти України та організує її обіг, виступає кредитором останньої інстанції для банків і організує систему рефінансування, визначає систему, порядок і форми платежів, у тому числі між банками та фінансово-кредитними установами, здійснює банківське регулювання та нагляд та ін.

Відповідно до статті 99 Конституції України основною функцією Національного банку є забезпечення стабільності грошової одиниці України та цінової стабільності. Отже, Національний банк відповідає не тільки за стабільність гривні щодо іноземних валют, а й за стабільність споживчих цін, що надзвичайно важливо для підвищення життєвого рівня населення. Центральний банк тепер, посилаючись на Конституцію, повинен підтримувати економічну політику уряду, доки вона не суперечитиме забезпеченню стабільності грошової одиниці.

Умовно сферу дій центрального банку нашої держави можна поділити на дві частини. Перша – це економічна політика країни й уряду в цілому (участь у розробках, обговоренні та реалізації економічної політики і програм уряду). Друга частина – це сфера безпосередньої діяльності банку: гроші, кредит, капітал, цінні папери, іноземна валюта та інші цінності.

У Законі "Про Національний банк України" фіксується, що у сфері своєї безпосередньої діяльності банк наділений повною незалежністю. Стаття 53, зокрема, проголошує: "Не допускаються втручання органів законодавчої та виконавчої влади або їх посадових осіб у виконання функцій і повноважень Ради Національного банку чи Правління Національного банку" [3, с.7]. Це

означає, що будь-який орган державної влади, законодавчої чи виконавчої, не має права давати вказівки обов'язкового характеру центральному банку держави. Вплив на нього має тільки Закон.

Важливо також відзначити, що Національному банку України відповідно до статті 93 Конституції надане право законодавчої ініціативи. Таке положення ще раз підкреслює незалежний статус Національного банку в системі органів влади нашої держави.

Важливість незалежності Національного банку особливо актуальна в Україні, оскільки грошово-кредитна політика останнього протягом 1992-1995 років перебувала під значним впливом від рішень органів виконавчої влади. Особливо це проявлялося у розмірах кредитів державним органам управління, які надавались в основному за рахунок емісії, що підривало монетарні спроби Національного банку до стабілізації.

У своєму Зверненні до Верховної Ради України від 11 жовтня 1994 року Президент України вперше за умов незалежної держави зазначав, що принцип повної самостійності Національного банку означає "утвердження реальної дворівневої банківської структури із сильним автономним, наголошую – саме автономним Національним банком і розгалуженою авторитетною, стабільною, конкурентоспроможною системою комерційних банків... У цьому зв'язку всіляко підтримуватиметься принцип самостійності НБУ; його виключної підзвітності Верховній Раді" [93, с.57].

Важливо підкреслити, що позиція Президента України із цього питання відповідає загальновизнаним у світі стандартам, коли Національ-ний банк не може бути ані урядовим, ані президентським банком, а повинен готувати монетарні та фінансові плани відповідно до національного економічного плану. Лише в цьому випадку можна створити інституційний механізм управління монетарною сферою з єдиним центральним банком, єдиною грошово-

кредитною політикою та дійовою системою монетарного контролю захисту національної валюти.

Проте автономія центрального банку не означає відсутності співробітництва між центральним банком, урядом і парламентом, а також іншими державними органами. Ці інституції повинні погоджувати між собою свої економічні дії і політику, яку вони проводять у країні. Особливо це стосується економічної програми уряду, бюджету, який ним розробляється і схвалюється парламентом, та розроблюваних банком принципів грошово-кредитної політики. Однією з функцій Національного банку України є визначення і проведення державної грошово-кредитної політики відповідно до затвердженої Верховною Радою України загальнодержавної програми економічного розвитку (статті 7, 9 Закону "Про Національний банк України"). У статті 24 наголошується, що основні засади грошово-кредитної політики грунтуються на основних критеріях та макроекономічних показниках загальнодержавної програми економічного розвитку на відповідний період (обсяг внутрішнього валового продукту, прогнозований рівень інфляції, розмір дефіциту державного бюджету та джерела його покриття, платіжний та торговий баланси).

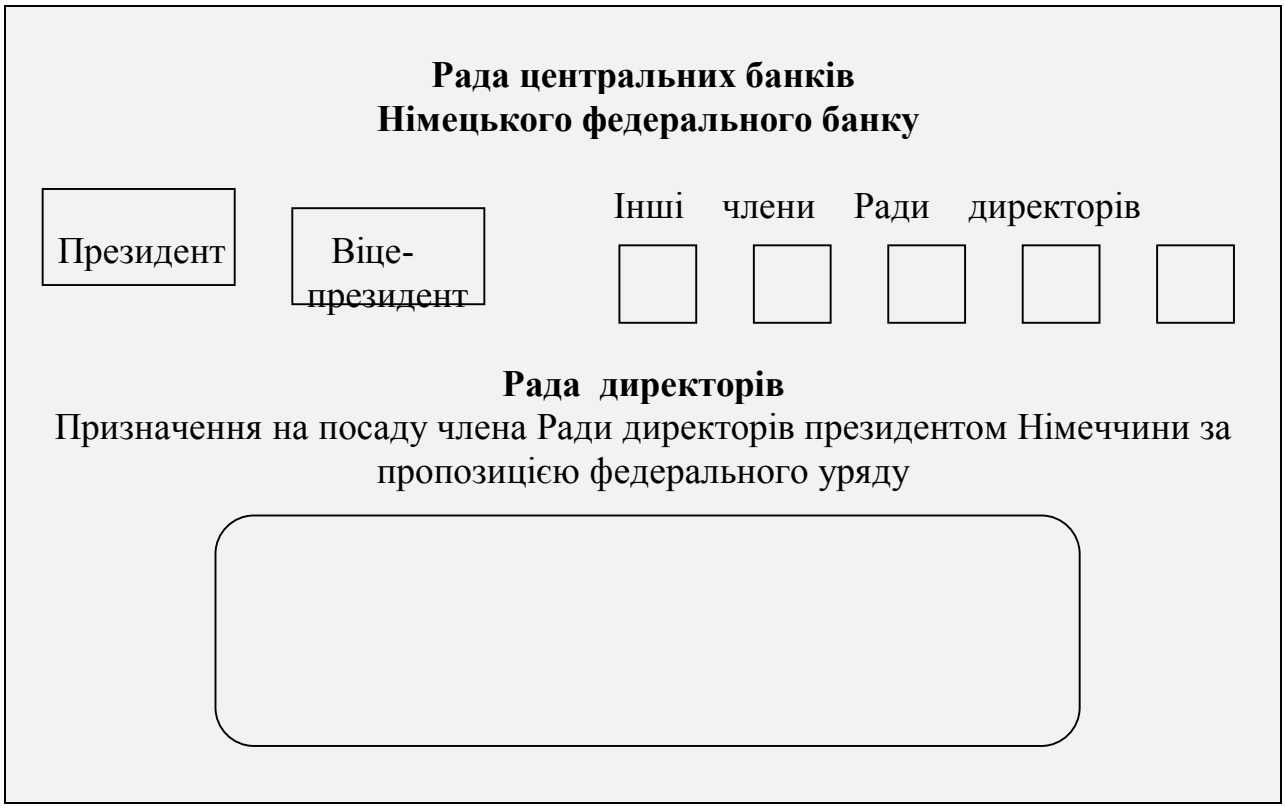
Важливе значення для ефективної діяльності центрального банку, проведення ним незалежної політики займає законодавчо закріплена система його організації й управління. Існують дві моделі організаційної побудови центральних банків розвинутих країн.

Відповідно до першої – центральний банк проводить грошово-кредитну політику, що розглядається як частина інструментарію, котрим володіють органи влади для регулювання економіки. Монетарна політика, як і бюджетна, структурна політика, політика доходів, використовується для досягнення економічних і соціальних завдань уряду. Така модель організації діяльності центральних банків характерна, наприклад, для Великої Британії та Японії.

Згідно з другою моделлю перед центральним банком ставиться конкретна ціль – підтримувати стабільність цін (чи національних грошей) за допомогою спеціально призначених для цього інструментів грошово-кредитної політики, на котру не впливають політичні органи влади. У рамках такої моделі, що існує, наприклад, у Німеччині (рис. 1.2) й Нідерландах, центральний банк є одночасно незалежним і виконує суворо визначені завдання.

Відповідно статті 22 Закону України “Про Національний банк України” структура НБУ будується за принципом централізації з вертикальним підпорядкуванням.

До системи Національного банку входять центральний апарат, розташований у м. Київ, Кримське республіканське і 24 обласних управління, розрахункові палати, Банкнотно-монетний двір, фабрика банкнотного паперу, Державна скарбниця України, Центральне сховище, спеціалізовані підприємства, банківські навчальні заклади й інші структурні одиниці і підрозділи, необхідні для забезпечення діяльності НБУ.



Призначення на посади президентів центральних банків земель президентом Німеччини за пропозицією федеральної ради

Президенти центральних банків земель

Рис. 1.2. *Організаційна структура Бундесбанку [117, с.6]*

У межах чинного законодавства Національний банк України самостійно вирішує питання організації, створення, ліквідації та реорганізації спеціалізованих підприємств, інших структурних одиниць та підрозділів, затверджує їх статути та положення.

Керівними органами НБУ є Рада Національного банку України та Правління Національного банку.

Вищим керівним органом Національного банку України є Рада НБУ, яка покликана здійснювати контроль за проведенням грошово-кредитної політики виконавчими структурами центрального банку (стаття 100 Конституції України). Рада Національного банку складається із чотирнадцяти осіб. Як випливає з Конституції, цей орган створюється на паритетних засадах як Президентом, так і парламентом (стаття 106, п.12; стаття 85, п.19).

Президент України призначає сім членів Ради НБУ, до складу яких входить Голова Національного банку за посадою.

Строк повноважень членів Ради Національного банку – 7 років, окрім Голови НБУ, який призначається на строк здійснення його повноважень на посаді.

Правління Національного банку України здійснює управління діяльністю центрального банку. Очолює Правління Голова Національного банку. До його складу входять також заступники Голови Національного банку за посадою.

Кількісний та персональний склад Правління Національного банку затверджується Радою Національного банку за поданням Голови Національного банку України.

Охарактеризувавши організаційну структуру Національного банку України, можна сказати, що така структура дозволяє центральному банкові нашої держави виконувати покладені на нього завдання. Подібність структури НБУ до структури Німецького Бундесбанку свідчить лише на її користь, оскільки німецька банківська система ефективно спрямовується Федеральним банком і забезпечує захист стабільності німецької марки та боротьбу з інфляцією.

Економічні реформи та пошук шляхів виходу з кризового стану в Україні дедалі більше привертають увагу до аналізу існуючої банківської системи, її впливу на процеси фінансово-грошової стабілізації. З одного боку, ми спостерігаємо прорахунки в рецептах монетаристів, які намагалися будь-якими засобами стабілізувати національну валюту, а вже потім братися за піднесення економіки. З іншого, нормальний економічний розвиток неможливий в умовах нестримно зростаючої інфляції. Отже, стабільність грошово-кредитної сфери значною мірою визначається тим економічним середовищем, у якому вона функціонує. За цих умов теоретичні посилання на можливі швидкі темпи переходу української економіки до ринку, створення стабільної та ефективної банківської системи (яка виконує в широкому розумінні свої основні функції – платіжний кліринг і фінансове посередництво), коли з запізненням створюються інвестиційні фонди, фондові біржі та повільно розвивається ринок цінних паперів, є умовним фактором сучасного економічного стану в країні. При цьому банківська система на першому етапі свого формування за вимогами Закону України “Про банки і банківську діяльність” від 20 березня 1991 року є зараз найбільш розвинутою частиною фінансового сектору економіки. На наш погляд, саме банківська система як основний фінансовий посередник на чолі з Національним банком стануть основним джерелом та розпорядником

фінансового капіталу, необхідного як для здійснення приватизації, так і для довгострокового розвитку економіки.

Центральні банки відіграють ключову роль у фінансовій та економіч-ній політиці різних країн світу. Такою ж мірою це стосується й України. Тому вибір моделі побудови, ролі та місця Національного банку також має відбуватися з урахуванням світового досвіду. При цьому особливу роль відіграє раціональне співвідношення економічних реформ, стратегії і такти-ки розвитку економіки та наявність приватних інтересів, що при цьому враховуються. Саме від вибору ступеня самостійності НБУ та можливостей його впливу на розвиток економічних процесів значно залежить соціально-економічне становище держави, її економічний і політичний суверенітет.

1.2. Функції центрального банку в системі державного регулювання економічних процесів

Грошові відносини реалізуються в межах діючої в тій чи іншій країні грошової системи на інституційних засадах. Інституційне регулювання грошових відносин – одна з головних функцій держави. Законодавчими актами визначаються основні функціональні ланки грошової системи – грошові знаки, що наділяються державою законною платіжною силою, форми безготівкового обігу, порядок емісійного процесу та характер його забезпечення, механізм організації регулювання грошового обігу, валютних відносин. Законодавчими нормами визначаються також структура й функціональні обов’язки грошово-кредитних інститутів держави, способи їх взаємодії, основні принципи, напрямки й механізм реалізації грошової політики, яку вони здійснюють.

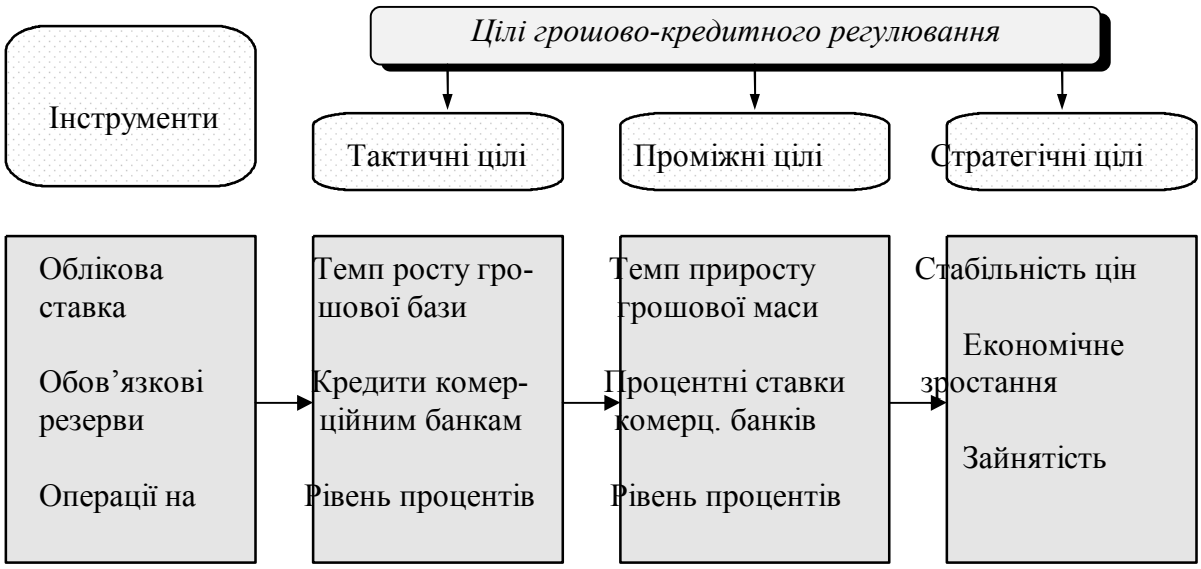
Інституціоналізм політики, яку проводить держава у сфері грошового обігу та кредитних відносин, зумовлює її загальну підпорядкованість макроекономічному завданню – забезпечити вирішення триєдиної мети:

збалансувати економічний розвиток, забезпечити оптимальну зайнятість і стримати інфляцію.

Грошово-кредитна (монетарна) політика центрального банку не є автономною. Кінцева мета грошово-кредитного регулювання економіки збігається з основоположними цілями макроекономічної політики держави. Тобто центральний банк, будучи функціональним органом країни з регулювання грошового обігу, прагне досягнення цілей, які ставить перед собою уряд. У цілому їх можна поділити на три групи: стратегічні, проміжні, тактичні.

На рисунку 1.3 зображена класична схема, у якій, з одного боку, подані інструменти, що знаходяться у розпорядженні центрального банку, з іншого – цілі грошово-кредитної політики, що кваліфікуються залежно від їх контрольованості, тобто ступеня впливу центрального банку на ці цілі.

Стратегічними цілями монетарної політики центрального банку повинні бути кінцеві цілі економічної політики держави – досягнення такого економічного зростання, при якому забезпечуватиметься висока зайнятість, стабільність цін і обмінного курсу грошової одиниці. Центральний банк повинен сприяти досягненню вказаних цілей. Щодо стратегічних цілей у нього не повинно бути розбіжностей з урядом.



відкритому ринку	на міжбанківському ринку	за державними облігаціями	Стабільність фінансових ринків

Рис. 1.3. *Інструменти і цілі грошово-кредитного регулювання*

Досягти одночасно всіх стратегічних цілей неможливо, оскільки деякі з них суперечливі. Наприклад, для короткотермінового періоду доводиться вибирати між інфляцією та безробіттям.

Протиріччя між стратегічними цілями ставить центральні банки та уряди країн при проведенні грошово-кредитної політики перед проблемою вибору. Залежно від економічної та політичної ситуації в країні, пріоритети можуть бути надані тим чи іншим цілям.

Стратегічні цілі висуваються для довготермінового періоду, для їх досягнення центральні банки розробляють проміжні цілі, а інколи – систему проміжних цілей для того, щоб крок за кроком досягти головної.

До *проміжних цілей* слід віднести пожвавлення чи стримування кон'юнктури на товарних і грошових ринках. Змінюючи рівень процентної ставки та масу грошей в обігу, можна регулювати пропозицію грошей і попит на товари, а через них – рівень цін, обсяги інвестицій, зростання виробництва та зайнятості. Важливість проміжних цілей базується на твердженні, що в дійсності для центрального банку досягнення стратегічних цілей є доволі складним: для передачі імпульсів грошово-кредитної політики до її кінцевих цілей необхідний тривалий час, що ускладнює виконання оцінки ефективності засобів її реалізації на основі спостережень за кінцевими досягнутими результатами.

Тактичні цілі монетарної політики мають короткостроковий, оперативний характер і покликані забезпечити досягнення проміжних цілей. Потреба у визначенні тактичних цілей викликана тим, що засоби проведення грошово-кредитної політики – операції на відкритому ринку, зміна рівня резервних вимог

і облікова політика – в основному не мають безпосереднього впливу на стратегічні цілі. До того ж, економічні процеси мають зворотну реакцію, яку не завжди вдається точно передбачити. Розробка системи тактичних цілей дає змогу запобігати шокуючим впливам на економіку та значним помилкам у здійсненні грошово-кредитного регулювання.

При виборі тактичних цілей важливо обирати такі, яким притаманна можливість виміру досягнутих результатів, можливість здійснення оперативного контролю, а також можливість оперативного впливу на відповідні економічні процеси. Головною ж рисою обраних тактичних цілей є їх безпосередній зв'язок з накресленими стратегічними цілями.

Враховуючи вибір стратегічних, проміжних та тактичних цілей, центральний банк країни розробляє свою грошово-кредитну політику залежно від економічної та політичної ситуації.

Для більшості центральних банків основною ціллю грошово-кредитної політики є стримання інфляції на низькому і стабільному рівні. Питання економічного зростання і безробіття, звичайно ж, хвилюють центральні банки, проте останні вважають, що найкращий внесок, який вони можуть зробити у довгострокове економічне зростання, – прагнення до стабільності цін. Наприклад, Німецький Бундесбанк регулює грошовий оборот і кредитне постачання економіки з метою збереження стабільності валюти [198, с.23]. Тобто Закон про Федеральний банк перш за все виділяє відповідальність Німецького Бундесбанку за забезпечення стабільності грошей. Стабільність грошей в державі ототожнюється зі стабільністю цін.

Отже, до вищої цілі монетарної політики слід віднести *стабільність цін*. Лише за умов стабільних (або майже стабільних) цін економічні агенти (фірми і громадяни) здатні вести передбачувану і ефективну господарську діяльність. За всіх часів і режимів у економіці ключовою умовою непохитності держави були і залишаються стабільні гроші.

З огляду на сформульовану ціль монетарної політики регулювання кількості грошей в обігу набуває першочергового значення для визначення концептуальних основ її реалізації, оскільки зростання загального рівня цін можливе лише за умов зростання кількості грошей в обігу при інших незмінних чинниках (зміна маси товарів тощо). Регулювання кількості грошей, "які протистоять" виробленій продукції, впливає і на кількість грошей, які можуть бути запропоновані за цю продукцію. Тому забезпечення керованості емісійними процесами і відповідної стабільності грошового обігу – також безпосередня мета монетарної політики, весь інструментарій якої мусить бути спрямований на досягнення оптимальної рівноваги у співвідношенні між попитом і пропозицією грошей, аби забезпечити стабільність грошового обігу.

Суб'єктом грошово-кредитної політики виступає держава, яка регулює цю сферу через свої представницькі органи – центральний банк і відповідні урядові структури – міністерства фінансів чи скарбниці, органи нагляду за діяльністю банків і контролю за грошовим обігом, інституції щодо страхування депозитів, а також інші установи. Ясна річ, що визначальна роль у здійсненні усього комплексу заходів держави у сфері грошового обігу та кредитних відносин належить її центральному банку.

Серед численних функцій центральних банків необхідно виділити основні, без яких неможливе виконання головного завдання центрального банку – *збереження стабільності національної грошової одиниці*, – і додаткові, що сприяють вирішенню цього завдання (рис. 1.4).

одиниці

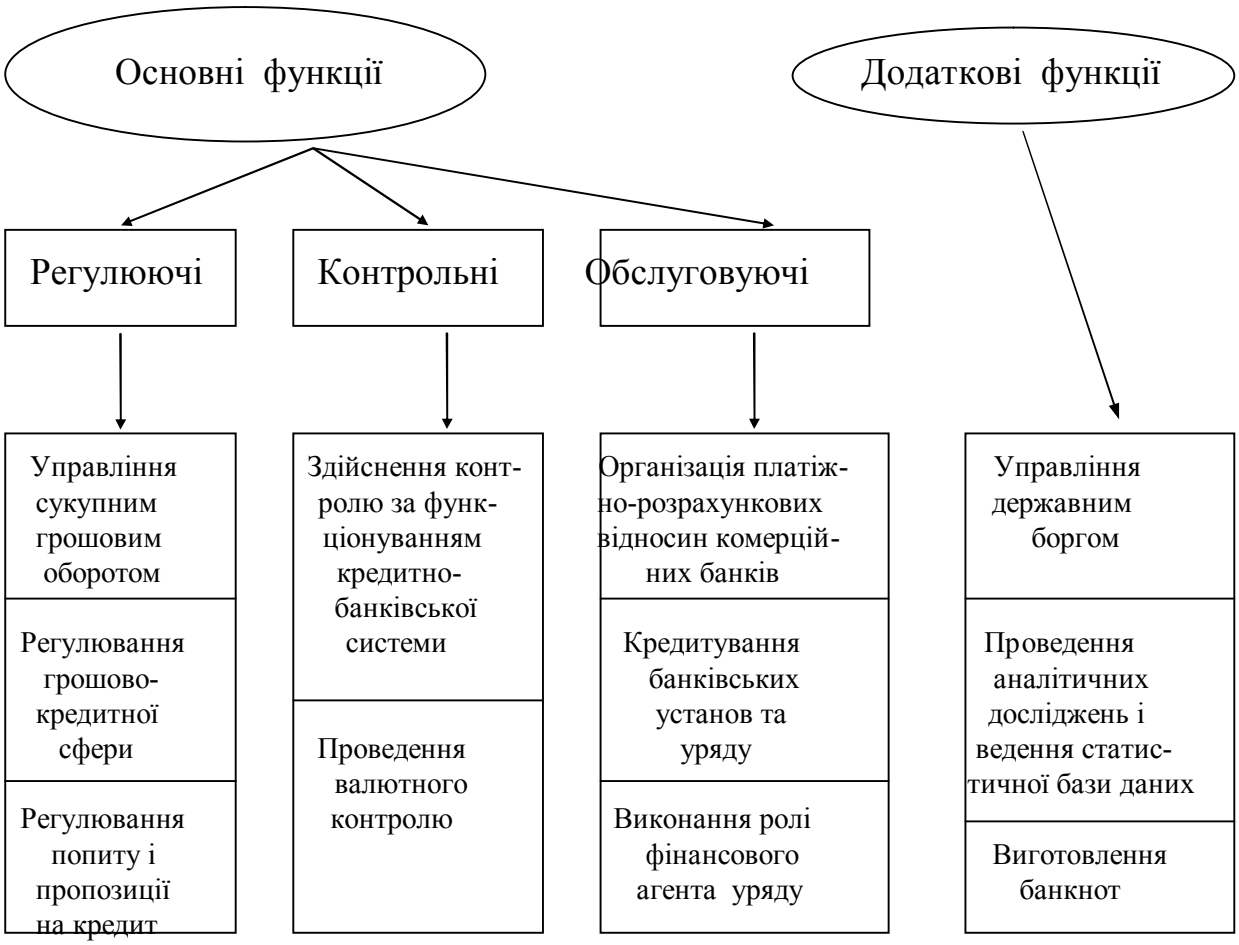


Рис. 1.4. *Функції центрального банку [130, с.36]*

Основні функції, що застосовуються всіма (без винятку) центральними банками, поділяються на регулюючі, контрольні й обслуговуючі (див. рис.1.4).

Додаткові функції центрального банку не пов’язані безпосередньо з його головним завданням (забезпечення грошової стабілізації), проте сприяють його реалізації. До таких функцій належать управління державним боргом, проведення аналітичних досліджень і ведення статистичної бази даних, виготовлення банкнот та інші.

Серед усіх функцій центрального банку найважливішими є функції в системі регулювання пропозиції грошей.

Грошово-кредитне регулювання, що здійснюється центральним банком, є одним з елементів економічної політики держави і являє собою сукупність заходів, спрямованих на зміну грошової маси в обігу, обсягу кредитів, рівня процентних ставок та інших показників грошового обігу й ринку позичкових капіталів. Воно спрямоване на досягнення стабільного економічного зростання, низького рівня інфляції й безробіття. У законах про центральні банки розвинутих країн особливо підкреслюється їх відпові-дальність за стабільність грошового обігу і курсу національної валюти.

У зарубіжній економічній літературі грошово-кредитна політика поділяється на "вузьку", що забезпечує стабільність національної валюти шляхом проведення валютних інтервенцій, змін рівня облікової ставки, а також інших інструментів, що впливають на стан національної грошової одиниці, і "широку", що безпосередньо впливає на обсяг грошової маси в обігу. Ці міри впливу взаємопов'язані й взаємообумовлені.

Як посередник між державою і банківською системою країни, центральний банк покликаний регулювати грошові й кредитні потоки за допомогою певних інструментів. У міру розвитку кредитних систем і ринків позичкових капіталів можливості центрального банку безпосередньо впливати на попит і пропозицію грошової маси зменшилися, проте розширився арсенал і підвищилась ефективність ринкових інструментів грошово-кредитного регулювання.

Наявні у розпорядженні центрального банку інструменти грошово-кредитного регулювання розрізняються за безпосередніми об'єктами впливу (пропозиція грошей і попит на гроші), за своєю формою (прямі й опосередковані), за характером параметрів, що встановлюються в процесі регулювання (кількісні та якісні), за термінами впливу (короткотермінові й довготермінові). Усі ці методи використовуються в єдиній системі.

Залежно від конкретних завдань грошово-кредитна політика центрального банку спрямована або на стимулювання кредитної емісії (кредитна експансія),

або на її обмеження (кредитна рестрикція). Шляхом проведення кредитної експансії центральні банки переслідують цілі піднесення виробництва й пожвавлення кон'юнктури; за допомогою кредитної рестрикції вони намагаються запобігти "перегріву" кон'юнктури, що спостерігається в періоди економічних підйомів.

За формою інструменти грошово-кредитного регулювання поділяють-ся на адміністративні (прямі) та ринкові (опосередковані). *Адміністратив-ними* є інструменти, що мають форму директив, інструкцій центрального банку й спрямовані на обмеження сфери діяльності кредитного інституту. Вони займають певне місце у практиці центральних банків розвинутих країн, а також отримали широке застосування у країнах, що розвиваються.

Під інструментами *ринкового* характеру розуміють способи впливу центрального банку на грошово-кредитну сферу шляхом формування певних умов на грошовому ринку та ринку капіталів. Ринкові (опосередковані) інструменти відрізняються більшою гнучкістю порівняно з адміністративними, проте результати їх застосування не завжди адекватні наміченій меті. Однак зараз спостерігається відхід центральних банків розвинутих країн від прямих методів впливу до ринкових.

До найважливіших адміністративних інструментів можна віднести:

◊ механізми готівкової емісії;

◊ встановлення "стелі" кредиту центрального банку, що надається урядові та банківським установам;

◊ пряме регулювання позичкових операцій банків, визначення маржі, межі вартості кредитних ресурсів, що виділяються згідно з пріоритетами макроекономічної політики для фінансування окремих галузей економіки, обмеження споживчого кредиту.

Розглянемо детальніше деякі з методів прямого впливу, а саме – встановлення верхньої та нижньої межі грошової маси, що знаходиться в обігу.

Введення таких меж дозволяє банкам контролювати пропорції відтворення суспільного продукту і підприємницьку активність ринкових господарських структур.

На початкових стадіях розвитку грошово-кредитних систем монополії на емісію не існувало. Це обмежувало можливості держави в управлінні економікою за допомогою кількості грошей, що знаходяться в обігу. В Англії на 1 січня 1844 року правом на самостійну емісію національної грошової одиниці володіли 279 великих комерційних банки [150, с.47]. Емісія цих банків складала 8 млн. фунтів стерлінгів, а центрального банку – 19 млн. фунтів, або відповідно 30 і 70% загального емісійного фонду держави. На початок 1901 року кількість банків, що мала право на емісію, скоротилась до 60, а розмір їх емісії – до 1 млн. фунтів, або 0,03% загальної емісії країни. Це означає, що у другій половині минулого століття моно-польне право на емісію грошей фактично затвердилось за Банком Англії.

У сучасних умовах монопольним правом на емісію володіють усі центральні банки світу. Це дозволяє їм без перешкод відкривати й закривати канали постачання народного господарства грошовими коштами і таким чином керувати економікою.

Існують різні концепції використання грошової маси для державного регулювання економіки за допомогою центральних банків. Одна з них – *капіталотворча*, пов’язана з особливим статусом центрального емісійного банку як “насоса”, що накачує грошову масу в народне господарство.

Відповідно до капіталотворчої концепції головним двигуном ринкової економіки є платоспроможний попит, що стимулює зростання суспільного виробництва. Чим більшим є платоспроможний попит, тим більші можливості для капітальних вкладень і робочих місць у різних галузях народного господарства. Вирішальна роль у формуванні платоспро-можного попиту

належить центральним банкам, оскільки вони володіють монопольним правом на емісію грошей.

Інша концепція – *монетаризм*, що бере за основу можливості центрального банку закривати канали, через які гроші надходять в обіг. Сучасний монетаризм характерний для країн із високорозвинутою ринковою економікою, які постійно мають труднощі зі збутом промислової та сільськогосподарської продукції.

Надходження коштів у процес відтворення сучасного суспільства відбувається шляхом кредитування комерційних банків, витрат держави та закупівлі золота й іноземної валюти для поповнення резервів центрального банку. Відповідно до цих каналів емісію грошей можна проілюструвати схемою, зображеною на рис. 1.5.

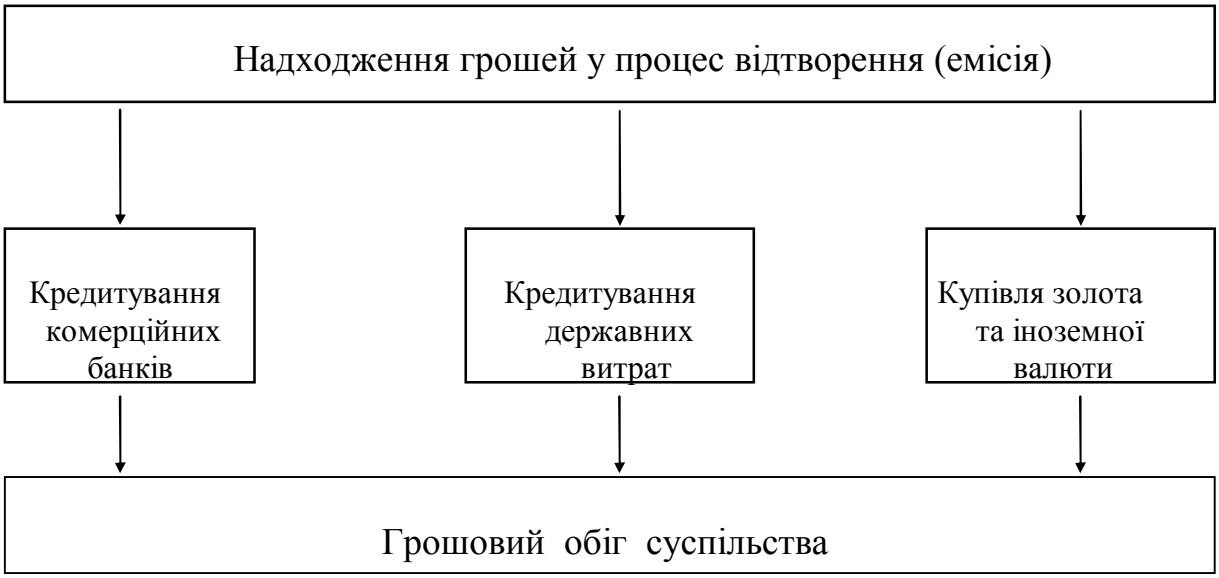


Рис. 1.5. *Канали емісії грошей центрального банку [169, с.88]*

Коректне використання цих каналів дозволяє стримувати інфляційний процес і забезпечувати стійкий стан грошового обігу.

Адміністративне регулювання процентних ставок, як правило, передбачає обмеження урядом обсягу кредитів, що надаються банківськими інститутами. З метою стримування надмірної кредитної експансії централь-ні банки

встановлюють так звані “кредитні стелі”, тобто граничні суми кредитування. У результаті комерційні банки вимушені зберігати певну частину депозитів у вигляді непрацюючих резервів, що для них невигідно.

Важливе місце в адміністративному регулюванні спрямованості кредитів займає *селективна кредитна політика*, що активно використовує-ться у країнах, що розвиваються (у деяких з них від 20 до 80% банківських кредитів спрямовується на фінансування певних галузей економіки).

До основних механізмів селективної кредитної політики належать:

- встановлення кількісних параметрів на кредити, спрямовані у пріоритетні галузі;
- створення спеціальних фінансово-кредитних закладів, що здійснюють кредитування пріоритетних галузей за нижчими процентними ставками;
- поширення різноманітних пільг для банківських інститутів, що надають кредити переважно пріоритетним сферам економіки.

Застосування методів прямого регулювання обсягів і структури грошового обігу найбільш поширене у країнах з перехідною економікою, де механізми опосередкованого впливу на способи реалізації монетарної політики ще не набули достатнього розвитку. Вони дають необхідний ефект при їх використанні в комплексі із заходами опосередкованого впливу на систему грошового обігу. Однак у цьому випадку йдеться про інтенсивне застосування інструментів прямого впливу лише в обмежені проміжки часу. При тривалому застосуванні їхня дієвість знижується.

Система опосередкованого регулювання грошового обігу є елементом економічних методів державного управління. Вона охоплює три класичні за змістом механізми монетарної політики. Це, по-перше, *регулювання облікової ставки (процента) на позики*, що надаються центральним банком; по-друге, *регулювання норми банківських резервів*; по-третє, *здійснення операцій на*

відкритому ринку. Кожен із зазначених механізмів має набір власних інструментів, формування та вдосконалення яких здійснюється десятиріччями.

Практично в усіх країнах світу комерційні банки можуть отримати кредитні ресурси у центрального банку, котрі останній надає з певними процентами. Дисконтна чи облікова ставка, що застосовується централь-ним банком при операціях з комерційними банками щодо врахування короткострокових державних облігацій і переврахування комерційних векселів та інших видів цінних паперів, що відповідають вимогам централь-ного банку, називається *офіційною обліковою ставкою*. Іншими словами, офіційна облікова ставка – це плата, яку бере центральний банк при купівлі в комерційних банків цінних паперів до настання термінів їх оплати.

Офіційна облікова ставка є орієнтиром для ринкових ставок за кредитами. Встановлюючи офіційну облікову ставку, центральний банк визначає вартість залучення кредитних ресурсів комерційними банками. Що вищий рівень офіційної облікової ставки, то вища вартість кредитів рефінансування центрального банку. Тобто політика зміни облікової ставки є варіантом регулювання якісного параметру грошового ринку – вартості банківських кредитів.

Наприклад, у середині 1994 року офіційні облікові ставки центральних банків провідних промислово розвинутих країн були встановлені в таких розмірах (табл. 1.2):

Таблиця 1.2

Офіційні облікові ставки центральних банків, % [18, с.71]

Велика Британія	5 1/8
Франція	5
Німеччина	4 1/2
США	3 1/2
Японія	1 3/4

Найнижчі процентні ставки були встановлені в Японії, де створені умови для отримання дешевшого кредиту порівняно з іншими країнами, і, отже, сприятливіші умови інвестицій.

Разом з тим різний рівень офіційної облікової ставки стимулює також переміщення “гарячих грошей”, тобто капіталів, що шукають прибутко-вого застосування, з країн із низькими ставками до країн, де ставки високі, що значно впливає на стан балансу руху капіталів і на платіжний баланс різних країн. Отже, зміна офіційної облікової ставки використовується і як метод валютного регулювання.

Регулювання облікової ставки відноситься до ринкових інструментів грошово-кредитного регулювання. Механізм регулювання за допомогою змін офіційної облікової ставки доволі простий, що і є причиною його широкого використання як в розвинутих, так і країнах, що розвиваються. Наприклад, якщо центральний банк ставить за мету зменшення кредитних можливостей комерційних банків, – він підвищує облікову ставку, роблячи тим самим дорожчими кредити рефінансування. Якщо ж метою центрального банку є розширення доступу до кредитів комерційним банкам, — він знижує рівень облікової ставки. Проте центральному банкові не завжди вдається досягти наміченої мети. Наприклад, підвищення облікової ставки центрального банку не буде ефективним, якщо на грошовому ринку в даний момент спостерігається тенденція зниження вартості кредитів у результаті їх значної пропозиції, оскільки у цьому випадку комерційні банки використовуватимуть дешевші кредити міжбанківського ринку, ніж дорогі кредитні кошти центрального банку. Якщо ж офіційна облікова ставка центрального банку вже до її пониження знаходилась на рівні, що нижчий від ринкового, то здешевлення й без того дешевих кредитів призведе до відповідної реакції грошового ринку.

Шляхом маніпуляцій офіційною обліковою ставкою центральні банки впливають на стан не лише грошового, але й фінансового ринку. Наприклад,

зростання офіційної облікової ставки призведе до підвищення ставок за кредитами і депозитами на грошовому ринку, що, у свою чергу, обумовить зменшення попиту на цінні папери й збільшення їх пропозиції. Попит на цінні папери падає як з боку небанківських закладів, оскільки більш привабливими стають депозити, так і з боку кредитних інститутів, оскільки при дорогих кредитах вигіднішим стає пряме фінансування. Пропозиція цінних паперів, у свою чергу, зростає. Таким чином, підвищення офіційної ставки призводить до пониження ринкової вартості цінних паперів. Зниження офіційної облікової ставки, навпаки, здешевлює кредити й депозити, що призводить до протилежних процесів: підвищується попит на цінні папери, зменшується їх пропозиція, зростає ринкова вартість (рис. 1.6). Таким чином, облікова політика центрального банку є механізмом безпосереднього впливу на ліквідність кредитних інститутів шляхом змін вартості кредитів рефінансування, що опосередковано чинить вплив на економіку країни у цілому.

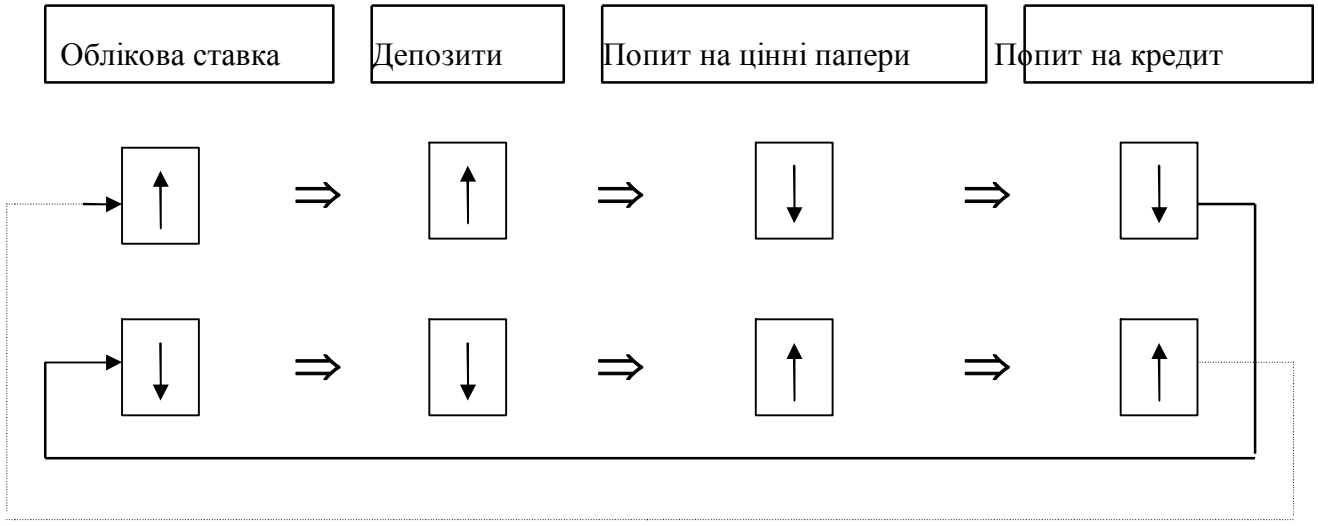


Рис 1.6. *Коливання облікової ставки і попиту на кредити та цінні папери*

Практикою грошової політики доведено, що зміни облікової ставки здійснюються відповідно до розвитку окремих фаз економічного циклу. Вона підвищується в періоди економічного росту і залишається, як правило, незмінною в періоди депресії та спаду. Тому виникає проблема “запізнень” у

здійсненні необхідних корекцій облікової ставки. Це пояснюється недостатньою виразністю початкових етапів фаз економічного циклу та іншими об'єктивними й суб'єктивними чинниками. У деяких країнах використовують механізм автоматичної корекції облікової ставки щодо вексельного курсу на цінні папери скарбниці. Наприклад, із 1980 року в Канаді банківська облікова ставка щотижня автоматично змінюється таким чином, що зберігає незмінне перевищення на 0,25 % визначеної на останніх торгах середньої ставки процента за тримісячними скарбничими векселями [51, с.281].

Доповненням облікової політики служить ломбардна політика, що полягає в наданні центральним банком кредитним закладам позик під забезпечення векселів, цінних паперів і державних боргових зобов'язань. У зв'язку з можливістю підвищеного ризику з ломбардного кредиту встановлюється вищий процент (на 1-2% вище), ніж щодо врахування векселів. Окрім того, наприклад у Німеччині, вводиться спеціальний ломбардний кредит, ставки за яким можуть змінюватися щоденно.

Одним із інструментів грошово-кредитного регулювання, що найбільш активно застосовується центральним банком, є резервні вимоги щодо зобов'язань комерційних банків. Цей інструмент відзначається простотою у застосуванні, що разом із безпосереднім впливом на рівень ліквідності комерційних банків робить його вельми привабливим.

Обов'язкові резерви (required reserves) є часткою (нормою у процентах) банківських депозитів та інших пасивів, отриманих банком з інших джерел, що, за чинним законодавством або встановленими нормативними актами, має зберігатись у формі касової готівки комерційних банків та їхніх депозитів у центральному банку.

Резервні вимоги відносять до непрямих монетарних інструментів, проте ступінь впливу цього виду монетарних інструментів на стан і розвиток ринку зазвичай розглядається як слабкий і незначний, а от такі непрямі монетарні

інструменти, як, наприклад, операції на відкритому ринку, аукціони рефінансування, валютні свопи, вважаються такими, що мають значний ступінь впливу. Тому в багатьох країнах резервні вимоги розглядаються частіше як пасивний інструмент, котрий підтримує й супроводжує активніші монетарні інструменти. Необхідно зауважити, що резервні вимоги звичайно не розглядаються як засіб короткострокового монетарного контролю, швидше цю роль виконує процентна ставка. Проте в країнах колишнього Радянського Союзу, де, як правило, процентна ставка не може чинити керуючий вплив на обсяг грошей, резервні вимоги можуть виконувати сполучну роль між різними агрегатами.

Змінюючи норму обов'язкового резерву, центральний банк безпосередньо впливає на пропозицію грошей та банківського кредиту. Якщо зменшується норма обов'язкових резервів, комерційні банки отримують можливість збільшити ліквідність своїх активів і вдатися через додаткове кредитування до емісії нових грошей. Коли норма резерву підвищується, ці можливості звужуються. Розглядаючи цю залежність, треба враховувати і таку вельми важливу обставину: внаслідок того, що лише незначна частина усіх активів комерційних банків знаходиться у формі готівки, зміна норми резерву на певну величину може призвести до багаторазового збільшення чи зменшення пасивів банківської системи.

Цей інструмент – один із найстаріших і найпоширеніших інструментів регулювання грошово-кредитної сфери. Уперше норми банківських резервів були введені у США в 1913 році, а згодом – іншими країнами, у тому числі Німеччиною в 1948 році, Францією у 1979; у Великій Британії мінімальні резерви ввели у 1961 році, однак вони використовуються значно менше.

Мінімальні резервні вимоги як інструмент монетарного регулювання виникли як забезпечення депозитів комерційних банків. Вони створюють умови

для поточного регулювання банківської ліквідності, будучи інструментом “жорсткого регулювання”.

Наявність банківських резервів відповідає й інтересам банківської системи, оскільки вони виступають умовою нормального функціонування платіжно-розрахункового механізму банківської системи. До того ж банків-ські резерви виконують функцію страхування ненадійних позик – знижуючи ризикованість банківських вкладень та мінімізуючи втрати від банкрутств банків, вони є гарантією стабільності банківської системи у цілому.

Сучасне трактування мінімальних резервів передбачає їх переважне використання у практиці грошово-кредитного регулювання для розв’язання довготермінових проблем стабілізації грошового обігу й антиінфляційної боротьби. Резервні вимоги застосовуються для обмеження темпів зростання грошової маси, вилучення надлишкових коштів із грошової сфери, формування жорсткого зв’язку між грошовою базою і грошовою масою, регулювання попиту на банківські ресурси. Роль мінімальних резервів для високорозвинутої банківської системи полягає не в тому, що вони є фондом ліквідності, а у тому, що вони – інструмент регулювання кредитної діяльності банків.

Мінімальні резервні вимоги використовуються практично в усіх промислово розвинених країнах. Проте в застосуванні цього методу регулювання у різних країнах спостерігаються істотні відмінності, пов’язані з національними особливостями економіки кожної країни.

Норма мінімальних резервних вимог встановлюється у законодавчому порядку. Механізм застосування резервних вимог досить диференційований залежно від країни як якісно, так і кількісно.

Перш за все неоднакова “база” обов’язкових резервів, що проявляється у встановленні вимог до різних частин балансу – активів чи пасивів комерційних банків. Нині найпоширенішою формою встановлення резервних вимог є визначення норми резервування як процента від зобов’язань. При цьому вимоги

можуть встановлюватися до загальної суми пасивів або до окремих їх частин, що на практиці зустрічається найчастіше. Загальновизнані пасиви для встановлення резервних вимог – строкові депозити і депозити до запитання. Інший метод, що використовується значно рідше (до недавнього застосовувався у Франції), полягає у встановленні резервних вимог у процентах від суми кредитування: обов'язкові резерви розраховуються на основі суми кредитів, що надаються банком. Наприклад, законом про Німецький Федеральний банк у 1957 році йому було дозволено встановлювати норми обов'язкових резервів за поточними зобов'язаннями не більш як 30%, за строковими депозитами – до 20% і за ощадними вкладами – до 10% [117, с.130]. У цих межах банк може змінювати норми обов'язкових резервів залежно від мети регулювання економіки: збільшення норм веде до зменшення ресурсів комерційних банків, тоді як зниження, навпаки, сприяє стимулюванню ділової активності в країні.

При порушенні норм обов'язкових резервів Бундесбанк застосовує санкції у вигляді штрафу – утримує процент, що на 3% перевищує ломбард-ну ставку [117, с.70]. Федеральний банк Німеччини систематично уточнює величину фактично депонованих на його рахунках мінімальних резервів кредитних інститутів: вона визначається як середня величина обов'язкових резервів, що підтримуються цим банком протягом місяця у Бундесбанку.

Норми резервних вимог, що встановлюються на вклади в іноземній валюті, як правило, значно нижчі за норми, що застосовуються до зобов'язань у національній валюті.

Величина норм мінімальних резервів може також залежати від кредитного інституту, що найчастіше зустрічається у країнах, які розвиваються. Наприклад, на Філіппінах для сільськогосподарських банків норми обов'язкових резервів вищі, ніж для інших видів банків.

Розрахунковий період для виконання резервних вимог, як правило, складає один місяць, проте у різних країнах може коливатися у межах від 10 днів (у Іспанії) до 6 місяців (у Великій Британії).

Норми обов'язкових резервів неоднакові у різних країнах (таблиця 1.3). Найвищий їх рівень спостерігається в Італії (25%) та Іспанії (17%). В Японії, навпаки, норма мінімальних резервів в останні роки становила від 2,5 до 0,125%. Банк Англії, що практично не використовує цього інструменту грошово-кредитної політики, встановлює норму на рівні 0,45% обсягу зобов'язань комерційних банків.

Вважається, що часті зміни розміру обов'язкового резерву ускладнюють таке регулювання, оскільки навіть незначні коливання норм обов'язкових резервів викликають значні зміни обсягу кредитних операцій. Зазначений інструмент більше придатний для вирішення не поточних, а швидше довготермінових завдань монетарної політики.

Таблиця 1.3

Резервні вимоги центральних банків

індустріально розвинутих країн (1986 р.) [159, с.37]

Країна	***Мінімальні норми обов`язкових резервів, встановлені центральними банками***	***Відношення касової готівки на банківських резервних рахунках в центральному банку до суми активів комерційних банків, %***
Канада	10% до суми депозитів до запитання, 3% до всіх інших депозитів "з повідомленням"	***1,59***
Франція	5% до суми депозитів до запитання, 1% до суми ощадних вкладів	***2,39***
Італія	25% від суми депозитів (на залишок сплачується процент)	***0,39***
Японія	По термінових вкладах: 0,125% при сумі 50-500 млрд.єн; 1,75% при сумі 500-2500 млрд.єн	***менше 1-го %***
Люксембург	Резерв не вимагається	***0,22***

Швейцарія	2% по ощадних вкладах; 9% по термінових вкладах; 12% по вкладах до запитання (зараз норми не застосовуються)	***3,34***
Велика Британія	0,45% по депозитах і онкольних позиках з забезпеченням	***1,82***
США	3% по рахунках до запитання та інших трансакційних рахунках (до 41,5 млн.$); 12% - по рахунках з вищою сумою; 3% по неособових термінових рахунках терміном до 1,5 років	***7,28***
Німеччина	По депозитах до запитання: 6,6% - до 10-ти млн. DM; 9,9% - від 10-ти до 100 млн. DM; 12,1% - вище 100 млн. DM; по ощадних вкладах - 4,14%, по термінових вкладах до 4-х років - 4,95%	***4,02***

Необхідність досить обережного використання механізму обов'язково-го резервування визначається не лише дією в цьому випадку мультипліка-ційного ефекту кредитної експансії, що робить цей процес недостатньо керованим, а й відповідним впливом на динаміку прибутковості комерційних банків. Гроші, що знаходяться на резервних рахунках, не приносять доходу. Це своєрідний додатковий податок на комерційні банки. Їх ріст негативно позначається на прибутках банків, знижує їх конкуренто-спроможність. У зв'язку з цим у багатьох країнах рішення про відповідні зміни банківського резерву приймаються у вигляді законодавчих норм.

Практика свідчить, що у більшості країн із розвинутою ринковою економікою центральні банки широко застосовують інструмент регулюван-ня норми резерву як елемент антициклічної політики. Наприклад, у США майже кожного разу в періоди економічних криз Федеральна резервна система з метою стимулювання ділової активності вдавалася до зниження норми резерву. Так було в 1953, 1954, 1958, 1970, 1974-75 і в 1980 роках [51, с.279]. У фазі економічного піднесення норма резерву, як правило, підвищується. Це здійснюється з метою стримання надмірних темпів зростання економічної

кон’юнктури та уповільнення інфляційних процесів. У фазі економічного занепаду норма резерву знижується.

Політика встановлення мінімальних резервних вимог як ефективного інструмента грошово-кредитного регулювання в останні роки значно втратила своє значення. Вагому роль починає відігравати такий інструмент монетарного регулювання, як *операції на відкритому ринку*.

У структурі фондового ринку, що становить невід’ємний компонент будь-якої ринкової економіки, важлива роль належить державним цінним паперам, що перебувають в обігу.

Ринок державних цінних паперів як один із сегментів національного фондового ринку виконує дві основні функції. Це, по-перше, функція обслуговування державного боргу, пов’язаного з дефіцитним фінансуван-ням державних витрат і мобілізацією для цього на фондовому ринку відповідних фінансових ресурсів. Необхідність в емісії державних боргових зобов’язань можлива і за бездефіцитного бюджету. Вона виникає внаслідок розриву в часі між бюджетними надходженнями та видатками, при відпо-відній незбалансованості у фінансуванні окремих інвестиційних проектів.

По-друге, поряд із функцією обслуговування державного боргу ринок державних зобов’язань використовується як один із визначальних важелів монетарної політики. Йдеться про функцію грошово-кредитного регулювання економіки, яка реалізується через здійснення операцій на відкритому ринку.

Шляхом проведення центральним банком операцій на відкритому ринку збільшується (при купівлі цінних паперів) або зменшується (при продажу цінних паперів) обсяг власних резервів комерційних банків зокрема та банківської системи у цілому, що призводить до зміни вартості кредиту і, як наслідок, попиту на гроші.

Операції на відкритому ринку розрізняються залежно від:

⇒ умов угоди: купівля-продаж за готівку або купівля на термін з обов'язковим зворотним продажем – так звані зворотні операції (операції РЕПО);

⇒ об'єктів угод: операції з державними чи приватними паперами;

⇒ терміновості угоди: короткотермінові (до 3 місяців), довготермінові (до 1 року й довше) операції з цінними паперами;

⇒ сфери проведення операцій: лише на банківському секторі ринку цінних паперів чи й на небанківському секторі ринку;

⇒ способу встановлення ставок: що визначаються або центральним банком, або ринком.

Залежно від умов угод із цінними паперами на відкритому ринку розрізняють прямі й зворотні операції. Історично першою формою операцій на відкритому ринку були прямі операції – купівля або продаж центральним банком державних облігацій та інших зобов'язань, казначей-ських векселів, а в окремих країнах – приватних векселів і векселів центра-льного банку. Прямі операції проводяться на готівково-грошовій "касовій" основі, що передбачає розрахунок протягом дня завершення угоди.

Зворотні операції на відкритому ринку – це купівля-продаж центральним банком цінних паперів із зобов'язанням зворотного викупу за встановленим раніше курсом. Зворотні операції, що характеризуються м'якшим впливом на грошовий ринок, є більш гнучким методом регулювання, що підвищує їх привабливість і масштаби використання. Вони широко використовуються у США, Японії, Канаді, Великій Британії, Франції, а також у Німеччині, де складають понад 95% загального обсягу операцій на відкритому ринку.

Здійснення операцій на відкритому ринку дає можливість вирішення цілого комплексу проблем грошової політики, а саме:

1) беземісійне фінансування державних витрат, а звідси – управління на цій основі державним боргом;

2) надання суб'єктам ринкової економіки високонадійних і високоліквідних інструментів для тимчасового розміщення власних фінансових ресурсів;

3) надання можливості центральному банкові економічними засобами впливати не лише на попит і пропозицію грошей, а й на співвідношення їх структурних агрегатів – готівки і безготівкових грошей;

4) визначення засобами ринкового механізму реальної вартості державного боргу, а значить – і цінних паперів, що його обслуговують. Визначена ринком ставка процента за цінними паперами держави є орієнтиром ринкового процента для інших (приватних і корпоративних) інструментів фінансового і грошового ринку.

Важливою особливістю операцій центрального банку на відкритому ринку є швидка реакція на короткотермінові тенденції ринку, що дозволяє стабілізувати стан грошового обігу й економіки в цілому.

Необхідно зазначити, що при порівняно невеликих масштабах операції на відкритому ринку спричиняють в основному якісний, а не кількісний вплив на ліквідність банківської системи й стан грошового обігу. В міру розширення обсягу операцій на відкритому ринку з'являється можливість ефективно впливати й на кількісні параметри грошового ринку. В результаті операції на відкритому ринку стають дієвим засобом регулювання стану грошового обігу й економіки у цілому.

Невід'ємною складовою грошово-кредитної політики держави є *валютна політика* – сукупність заходів у сфері міжнародних економічних відносин відповідно до поточних і стратегічних цілей економічної політики держави. Напрями і форми валютної політики визначаються становищем країни у світовому господарстві, а також завданнями, що ставляться перед національною економікою. Валютна політика спрямована на забезпечення стабільності курсу національної грошової одиниці, сприяння через курс валюти залученню

іноземних інвестицій в економіку, регулювання зовніш-ніх платіжних стосунків з іншими країнами, забезпечення збалансування зовнішніх платежів і накопичення централізованих валютних резервів.

Інструментами валютної політики є валютні інтервенції і (в тій чи іншій мірі) деякі інструменти грошово-кредитного регулювання (дисконтна політика, операції на відкритому ринку, встановлення резервних вимог тощо). Таким чином, валютна політика тісно пов'язана з грошово-кредитною політикою. Вони є практично невід'ємними частинами економі-чної політики держави, мають спільні цілі. У багатьох розвинутих країнах не робиться різниця між валютною і грошово-кредитною політикою й для їх позначення використовується один термін – "монетарна політика".

У більшості країн центральний банк є провідником державної валютної політики, хоча, наприклад, в Італії, Естонії, Литві, а також у Гонконгу і Сінгапурі валютну політику розробляють і реалізують поряд з центральним банком спеціально створені відомства – *валютні бюро*.

У компетенції центрального банку – виконання таких функцій:

- нагромадження та управління валютними резервами країни, здійснення операцій з їх розміщення;
- визначення сфери й порядку обігу на території країни іноземної валюти;
- визначення і регулювання курсу національної грошової одиниці відносно валют інших країн;
- встановлення правил і видача ліцензій комерційним банкам на здійснення ними банківських операцій з валютними цінностями та ін.

Окрім названих функцій, центральні банки представляють інтереси своєї держави у відносинах з центральними банками інших країн, у міжнародних банках та інших фінансово-кредитних організаціях.

Іншими суб'єктами, які більшою чи меншою мірою беруть участь у реалізації валютної політики держави, є міністерства фінансів (регулювання

платіжного балансу, обслуговування державного боргу та ін.); податкові інспекції (здійснюють фінансовий контроль за операціями з валютними цінностями); митні комітети (контроль за переміщенням валютних цінностей через митний кордон); комерційні банки (контроль за операціями з валютними цінностями своїх клієнтів) тощо. Таким чином, координація діяльності усіх вищезгаданих установ є необхідною для успішного проведення єдиної валютної політики держави.

Розмаїття інструментів грошово-кредитної політики визначає актуальність проблеми її дієвості. Найважливішою вимогою в цьому є забезпечення системності в застосуванні різних важелів монетарного регулювання, їх спрямування на досягнення взаємопов'язаних завдань грошової стабілізації.

Грошово-кредитна політика завжди мусить бути гнучкою. Слід узгоджувати її із загальними механізмами макроекономічного регулюван-ня, відображати розвиток економічного циклу ринкової кон'юнктури.

Діапазон застосування інструментів грошово-кредитної політики залежить від ступеня розвитку в кожній країні ринкової інфраструктури, дієвості економічних саморегуляторів. Коли в управлінні економікою переважають методи жорсткого адміністративного макроекономічного регулювання, коли існує монополізм і відсутня конкуренція, ефективність грошово-кредитної політики є незначною. У цьому випадку виправдовує себе метод поетапного впровадження ринкових регуляторів грошово-кредитної системи.

При здійсненні заходів щодо регулювання варто враховувати неоднозначне реагування грошового обігу на різні інструменти грошової політики та консерватизм монетарної сфери, що визначається наявністю в її структурі сил, які уповільнюють відповідну реакцію. Наприклад, жорстка емісійна політика компенсується зміною швидкості обігу грошей. Тому політика урівноважених грошових агрегатів має зважати на цю обставину. Схожа ситуація може скластись і при застосуванні інших інструментів грошової політики.

При плануванні головних параметрів монетарної політики та визначенні її дієвості необхідно враховувати ефект запізнення – наявність розриву в часі між застосуванням регулювальних заходів і відповідною реакцією на ці дії як грошової сфери, так і всієї економічної системи у цілому. На думку окремих авторів [126, с.21-22], зміна динаміки грошової маси відбивається на динаміці цін та реальному обсязі ВНП з інтервалом у 3-12 місяців. Це значить, що проведення стабілізаційних заходів має спиратися на точні економічні прогнози та бути не лише своєчасним, а й з відповідним випередженням.

Відношення до грошово-кредитного регулювання як економістів, так і представників центральних банків багатьох країн світу в останні роки істотно змінилось. Ще чверть століття назад вважали, що монетарна кредитна політика є продовженням або складовою частиною загальної фінансової політики держави. Відповідно її цілями були збільшення національного доходу й активний вплив на інші макроекономічні показники. У той час більшість економістів країн Заходу, що дотримували кейнсіанських поглядів, вважали, що знання економіки достатні для активного управління грошовою системою і короткотермінового макроеко-номічного регулювання. Монетаристи ж, і перш за все американський економіст М. Фрідмен, попереджали, що активна монетарна і фінансова політика держави, а також надмірне втручання в оперативну діяльність банків не тільки не сприяють стабілізації, але й призводять до додаткової нестабільності економічної системи. Проте ця критика істотно не перешкоджала практичному здійсненню кейнсіанських рекомендацій.

Лише на початку 70-х років, коли темпи росту інфляції в усіх без винятку розвинутих країнах значно зросли, цей ріст стали пов’язувати з проведенням політики, спрямованої на короткострокову економічну стабілізацію, повне завантаження виробничих потужностей і зниження безробіття. Утвердилась точка зору, що стабільна монетарна політика повинна бути основою

нормального економічного розвитку держави. В середині 70-х років були проголошені основні цілі політики багатьох центральних банків – контроль за величиною грошових агрегатів і стабільність банківської системи. Політика полягала у контролі за величиною номінальних доходів і забезпеченні помірної інфляції у довготерміновому аспекті.

Такі цілі монетарної політики досить часто не досягались. Їх проголошення у багатьох випадках було пов'язане зі спробами впливати на інфляційні очікування, що не завжди було успішним. У цілому ж стало очевидним, що успіх антиінфляційної монетарної політики і досягнення стабільності фінансової системи багато у чому залежать від ступеня довіри населення до економічної політики уряду і центрального банку.

Прийняття законів, здатних оптимально регулювати грошову політику, можливо не при будь-якій економічній ситуації. Такі закони передбачають стабільну взаємозалежність між попитом і пропозицією на окремих сегментах ринку. В протилежному випадку грошова система, що утримується у законодавчих межах, не зможе пристосуватися до змін кон'юнктури.

Значення законів, що регулюють монетарну політику, не можна недооцінювати. Проте самі по собі, без участі центрального банку, вони не здатні забезпечити стабільність грошової системи.

Класичний рецепт проведення твердої монетарної політики й обмеження інфляції був запропонований М. Фрідменом. Суть його полягає в законодавчому закріпленні щорічної величини росту грошової маси, що теоретично повинно найбільше сприяти формуванню рівноваги ринку і стимулювати стабільний розвиток економіки.

Приймаючи до уваги нагромаджений досвід, складно розраховувати на стабільність монетарних співвідношень, виражених певною відомою формулою. Зазвичай, законодавчо закріплюються цільові орієнтири, наприклад, стабільність цін, а не шляхи їх досягнення. Практично в жодній країні цільові

орієнтири стабілізації цін не мають конкретного кількісного вираження. Це пояснюється тим, що незалежний центральний банк здатний досягнути таких самих результатів, що й жорстке фінансове законодавство, зберігаючи при цьому достатню свободу здійснення економічної політики.

Отже, ключовим елементом сучасної банківської системи будь-якої розвинутої країни є центральний банк, що виступає провідником офіційної грошово-кредитної політики. У свою чергу, грошово-кредитна політика поряд із бюджетною утворює основу всього державного регулювання економіки. Тому без оволодіння методами діяльності центральних банків, інструментами грошово-кредитної політики не можна досягнути бажаних результатів для побудови ефективної ринкової економіки в Україні.

Як зазначалося вище, забезпечення системності в застосуванні різних важелів монетарного регулювання, їх спрямування на досягнення взаємопов’язаних завдань грошової стабілізації є необхідною умовою ефективності грошово-кредитної політики.

Системний підхід до характеристики монетарного регулювання в економіці перехідного типу визначає методологію економічного дослідження, покладену в основу дисертаційної роботи. Методологія відображае світоглядні позиції автора, погляд на економічні закономірності в розвитку об’єкта, охоплює принципи, базу, систему підходів до дослідження. Особливого значення методологія набуває у зв’язку із сучасним розвитком науки, з тенденцією до вищого рівня узагальнення, коли стає дедалі складніше простежити безпосередній зв’язок між емпіричними фактами та їхнім теоретичним дослідженням.

Об’єктивно це обумовлює необхідність розгляду грошово-кредитного регулювання та його ефективного впливу на економіку країни як предмету міждисциплінарного дослідження, синтезу таких наук як економічна теорія, банківська справа, гроші та кредит, макроекономіка, фінанси, право тощо.

Звідси і виникають базові принципові моменти дослідження проблем грошового регулювання:

- теоретичні позиції, що є основою дисертаційного дослідження, базуються на положеннях теорії ринкової економіки, із врахуванням специфіки економічних відносин перехідного стану суспільства;
- тенденції розвитку монетарного регулювання зокрема та національної економіки України у цілому, а також пріоритетні заходи щодо покращення поточної ситуації визначають зміст та структуру дослідження;
- в основу дослідження грошово-кредитного регулювання як системи, що знаходиться в стані інтенсивних змін, повинні бути покладені філософські принципи пізнання економічних явищ.

Предметом методології наукового дослідження є поняття та методи самої науки, сфера їх застосування, обгрунтованість наукових результатів, осмислення досягнень науки з точки зору загальнолюдської культури. Загальнонаукові методи дослідження, що покладені в основу дисертації, грунтуються на таких філософських принципах пізнання: сходження від абстрактного до конкретного; принцип переходу від простого до складного; принцип взаємопереходу кількісних та якісних змін; принцип заперечення.

У методології дисертаційної роботи використано два рівні пізнання:

- теоретичний – висунення та розвиток наукових гіпотез і теорій, формування законів грошової політики та виведення з них логічних наслідків, зіставлення уже існуючих гіпотез та світових теорій;
- емпіричний – спостереження і дослідження методів грошово-кредитного регулювання, класифікація та опис результатів дослідження, впровадження їх у практику монетарного регулювання.

Методи наукових досліджень, що покладені в основу дисертації, класифікуються наступним чином (рис. 1.7).

Методи наукових досліджень

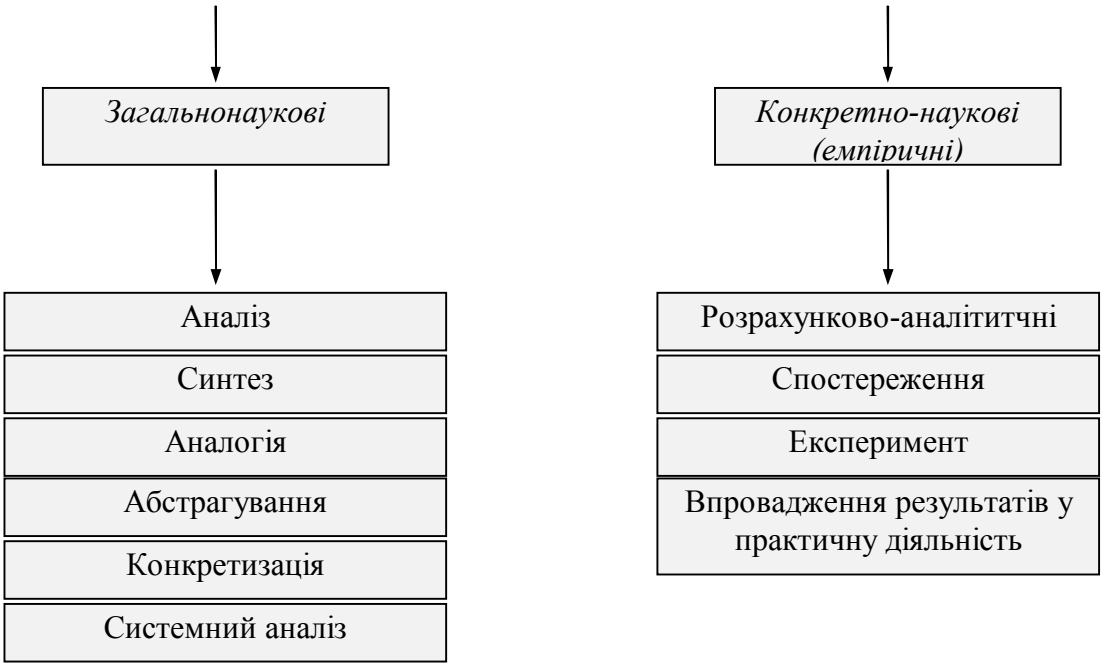


Рис. 1.7. *Класифікація наукових методів дослідження*

Міждисциплінарний характер дослідження механізмів прояву та грошового регулювання, визначений багатоманітним сектором методів, покладених в його основу, та системний підхід до дослідження проблеми монетарного регулювання, вказує на провідну роль методу системного аналізу. При цьому цей метод розглядається як метод пізнання, заснований на системній методології, сукупності наукових методів і практичних прийомів вирішення різноманітних проблем грошово-кредитного регулювання на основі системного підходу, представлення не лише об'єкта, але й предмета дослідження у вигляді системи.

Відправним пунктом системного підходу є результати системного аналізу, проведені на базі узагальнення практики, дослідження основних закономірностей економічного і політичного розвитку країни.

Комплексний характер системного аналізу дає можливість виявити взаємопов'язану сукупність проблем (організаційних, економічних, соціальних) і необхідних управлінських рішень щодо їх розв'язання. Таким чином,

системний аналіз в дисертаційному дослідженні дозволяє вирішувати теоретико-методологічні та прикладні завдання. Подвійна природа системного аналізу, яка синтезує ці завдання, дозволяє використати його у ролі об'єднуючої структури необхідних методів, знань і дій для вирішення проблеми.

Іншим важливим методом дослідження є використання спектру економіко-математичних методів, зокрема факторного аналізу, з використанням методичних прийомів кореляції, дисперсії, регресії та ін.

Отже, представлена методологія і методика дисертаційного дослідження орієнтована на розкриття цілісності об'єкта, виявлення в єдиній теоретичній площині усіх багатоманітних типів зв'язків у ньому. На такій основі формується цілісна концепція розвитку досліджуваного об'єкту. Загальнонаукові та емпіричні методичні прийоми дають змогу досліджувати економічні процеси у їх спорідненості, відмінності та історичному розвитку, ціллю яких є постійне удосконалення, безперервний науково-технічний і соціально-економічний прогрес суспільства.

У процесі виконання дисертаційного дослідження опрацьовано теоретичні основи грошово-кредитного регулювання на основі досягнень світової економічної думки, праць вітчизняних та зарубіжних вчених з питань теорії та практики діяльності центральних банків і монетарного регулювання економіки.

Статистичну і фактологічну основу дослідження складають законодавчі акти України, нормативні документи, річні звіти, інша статистична і бухгалтерська звітність Національного банку України, публікації у засобах масової інформації. Науковий апарат роботи включає також офіційні публікації законодавчих, виконавчих органів і видання фінансово-банківських і статистичних установ провідних країн світу, МВФ, Світового банку, центральних банків деяких країн. Широко використані статистичні щорічники, інформаційно-аналітичні дослідження відомих науковців і практиків у сфері

грошово-кредитного регулювання, довідкова, монографічна література, значною мірою зарубіжна.

Висновки до розділу 1

Дослідження ролі та місця центрального банку в економіці країни, а також його функцій у системі державного регулювання економічних процесів дозволило обгрунтувати такі положення і висновки:

1. Особлива роль у державному регулюванні ринковою економікою належить грошово-кредитним системам та їх головній ланці – центральним емісійним банкам. Така роль центральних банків визначається їх статусом монопольного органу щодо постачання суспільства грошовими коштами.

2. Важливе значення для ефективності проведення центральним банком грошово-кредитного регулювання економіки займає його незалежність від рішень органів виконавчої влади. Проведене дослідження довело наявність тісного зв'язку між незалежністю центрального банку й інфляцією: що більшою є незалежність, то меншим є рівень інфляції в країні, стабільніше й ефективніше функціонує фінансово-кредитна система зокрема та економіка у цілому.

3. Аналіз світового досвіду формулювання цілей монетарної політики дозволив віднести до вищої цілі діяльності Національного банку України прагнення до стабільності національних грошей, що утотожнюється зі стабільністю цін. Оскільки лише за умови стабільних цін економічні агенти здатні вести передбачувану і ефективну господарську діяльність.

РОЗДІЛ 2
ДІЯЛЬНІСТЬ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ В СФЕРІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ

2.1. Грошово-кредитна політика Національного банку України як основа стабільного розвитку економіки

Грошово-кредитна політика є сукупністю заходів центрального банку, спрямованих на регулювання пропозиції грошей в економіці. Розробка та реалізація цієї політики – основна функція центрального банку будь-якої держави.

Як і для більшості центральних банків світу, основною функцією Національного банку України є ***підтримання стабільності національної валюти*** та ***стабільності цін*** [1, с.43]. На виконання вищезгаданої функції і була спрямована діяльність Національного банку, яскраво підтверджуючи добре відомі в світі істини – коли працюють інструменти грошово-кредитної політики, то і грошова система функціонує нормально, і вартість національних грошей стабілізується як на внутрішньому ринку через зниження темпів інфляції, так і на зовнішньому – через укріплення її обмінного курсу.

Основні засади грошово-кредитної політики Національного банку України грунтуються на основних критеріях загальнодержавної Програми економічного і соціального розвитку на відповідний період, яку розробляє уряд, макроекономічних показниках розвитку економіки України (обсяг внутрішнього валового продукту, прогнозований рівень інфляції, розмір дефіциту державного бюджету та джерела його покриття, платіжний та торговий баланси), що передбачені у Законі України “Про державний бюджет” на відповідний період.

Проведення монетарного регулювання Національним банком України здійснюється відповідно до Основних напрямів грошово-кредитної політики, які розробляються щорічно Національним банком і вносяться для інформування на розгляд Верховної Ради України (стаття 9 Закону України “Про Національний банк України”).

Основні напрями грошово-кредитної політики – це комплекс заходів та монетарних інструментів, за допомогою яких Національний банк передбачає здійснювати управління та регулювання грошово-кредитним ринком, забезпечуючи економічну та фінансову стабільність, які є основою стабільності національної валюти, що згідно з Конституцією України є головною функцією Національного банку України.

До основних напрямів грошово-кредитної політики включаються:

1) аналіз та прогноз економічної кон'юнктури;

2) основні завдання і цільові орієнтири грошово-кредитної політики на наступний (поточний) рік;

3) інструменти регулювання грошово-кредитного ринку;

4) валютна політика тощо.

Основними цільовими орієнтирами засад грошово-кредитної політики на 1998 рік Національний банк України передбачав здійснення регулювання грошово-кредитного ринку через відповідні інструменти, які сприяли б утриманню економічної і фінансової стабільності, рівня соціального розвитку і не провокували б через розкручування інфляційної спіралі падіння реального рівня життя, а саме [11, с.7]:

- здійснення кількісного контролю за динамікою грошової маси, встановлення межі її приросту (24%), що відповідає реальній зміні валового внутрішнього продукту, цільовим показникам інфляції та забезпечує реальне зростання кількості платіжних засобів в обігу;
- збільшення валютних резервів для підтримки купівельної спроможно-сті національної валюти до рівня, який би забезпечував збалансовані інтереси суб'єктів зовнішньоекономічної діяльності, включаючи державні;
- подальший розвиток фондового ринку державних цінних паперів як одного з найважливіших інструментів національного ринку позичкових капіталів та регулювання грошово-кредитних відносин і поєднання його

функціонування з валютним ринком на базі використання валютних деривативів;

- забезпечення дотримання позитивного рівня облікової ставки Національного банку України щодо інфляції шляхом здійснення оперативного регулювання облікової ставки залежно від ситуації на грошово-кредитному ринку і на цій основі – зниження процентних ставок за кредитами комерційних банків.

Розробленою монетарною програмою передбачалось зростання протягом року обсягу грошової маси (широких грошей) до 24%; збільшення грошової бази – первинної кредитної емісії Національного банку України через різні канали (валютний і фондовий ринки, рефінансування комерційних банків) у сумі 1340 млн. грн., або 19% (таблиця 2.1).

Таблиця 2.1

Основні макроекономічні параметри розвитку економіки України в 1998 році [11, с.7; 42, с.29,34,47,130]

Показники	1998 (програма)	1998 (фактично)
1. ВВП, млрд. грн.	101.1	103.9
2. Реальний ВВП, %	100.5	98.3
3. Середньомісячна інфляція, %	0.95	1.58
4. Рівень інфляції за рік, %	12.0	20.0
5. Середньомісячні темпи приросту грошової маси, %	1.84	1.91
6. Зростання грошової маси за рік,%	24.4	25.3
7. Зростання монетарної бази за рік, %	19.0	21.9

Як бачимо (див. табл. 2.1), прогнозовані орієнтири, які стосуються безпосередньо діяльності Національного банку (зростання грошової маси та грошової бази) були практично виконані. Неналежне виконання інших макроекономічних показників (зниження реального ВВП, значний рівень інфляції) відбулось внаслідок критичної фінансової ситуації в державі.

У 1999 році основними напрямами грошово-кредитної політики Національного банку передбачено посилення макроекономічної стабілізації, чому повинен сприяти затверджений дефіцит державного бюджету на рівні 1% від ВВП. Цей фактор дає підстави сподіватися на малоінфляційний розвиток грошової пропозиції.

Монетарна база, за прогнозними даними, має прирости на 1376-1721 млн. грн., або на 16-20% у номінальному вираженні чи на 3% – у реальному (таблиця 2.2). Прогнозується збільшити на 15,4% кредитування економіки України з одночасним зменшенням обсягів кредитування уряду (на 15,5%).

Таблиця 2.2

Прогноз розвитку фінансово-кредитної системи України в 1999 році [176, с.4]

Показники	Обсяг, млн. грн.			Приріст, %	
	на кінець 1998 року	на кінець 1999 року	приріст	номінальний	реальний
Монетарна база	8604	9980-10325	1376-1721	16.0-20.0	3.2
Грошова маса (М3)	15719	18550-19710	2831-3451	18.0-21.9	2.0
Кредити в економіку	10261	12765	2504	24.4	15.4
Кредити уряду	13353	12167	-1186	-8.9	-15.5
Рівень інфляції	–	–	19.1	–	–

У період стабілізації економіки формування грошово-кредитної політики починається перш за все з визначення відповідного показника інфляції. Міжнародний досвід свідчить, що економічному зростанню повинно передувати встановлення контролю над інфляцією. Прогнозуючи рівень інфляції, необхідно приймати до уваги, наскільки швидко можна буде подолати інерцію інфляційних очікувань, можливість адміністративного коригування цін протягом року, а також ступінь довіри населення до дефляційного процесу.

Метою вивчення інфляційних процесів швидше повинно бути не стільки виявлення їх причин у минулому, скільки визначення на майбутнє основних факторів, що впливають на рівень інфляції, методи і межі їх визначення.

При виявленні таких основних факторів перш за все необхідно визначити межі їх пошуку. У якості обмежень цієї межі необхідно використовувати основні економічні залежності, що визначають умови збалансованості і рівноваги в цілому по народному господарству.

Збалансованість в економіці досягається на основі рівності інвестиційних можливостей заощадженням і нагромадженням S, тобто

$$I=S, \qquad (2.1)$$

а також, рівності загального обсягу виробленого продукту P затратам на споживання C, інвестиціям I, і державним витратам G

$$P = C + I + G. \qquad (2.2)$$

Інфляційні процеси виникають в основному при порушенні наведених співвідношень, тобто перевищення витрат державою над доходами призводить до бюджетного дефіциту. Проте основна проблема виникає при умові, коли кредити під інвестиції перевищують наявні у країні заощадження і капітал. В усьому світі інфляційні процеси у своїй більшості обумовлюються саме цим фактором. Таким чином, на практиці фактично має місце співвідношення I = S. У зв'язку з поширенням цього явища мова йде не про його кінцеву елемінацію, а лише про можливість оптимального регулювання процесами кредитно-грошової емісії як одного з факторів економічного розвитку.

Отже, основними причинами, що обумовлюють інфляційні процеси, варто вважати збільшення державних витрат і перевищення виданих кредитів над заощадженнями і нагромадженнями. Звідси – основний склад факторів, необхідний для вивчення інфляційних процесів, повинен виходити з показників, що формують наведені тотожності.

Вже на початку реформ економіка України виявилася глибоко інфляційною, що створювало невизначеність у суспільстві. За умов високої інфляції важко приймати ділові рішення, а ще складніше – здійснювати тривалі інвестиції.

Для того щоб зрозуміти механізм інфляції та засоби її приборкання з боку уряду, або навпаки, її погіршення внаслідок невиваженої політики, необхідно розглянути основи економічної концепції грошей. Як відзначав Мілтон Фрідмен, “інфляція всюди і завжди – явище грошове” [105, с.736]. Інфляція – хвороба грошової системи. Її високі темпи свідчать про те, що з тієї чи іншої причини уряд випустив зі своїх рук контроль за кількістю грошей в обігу; тобто емісія грошей відбувалася не відповідно до економічних законів, а відповідно до потреб уряду. Тому важливо знати вплив різних факторів, економічних характеристик на взаємозалежність інфляції та грошової маси, в першу чергу це стосується емісії грошей.

Емісія грошей виконує три функції:

1. *Забезпечення економіки засобами обігу, платежу, нагромадження* для нормального її функціонування. Це головна функція. Кількість грошей, необхідну для функціонування народного господарства, можна підрахувати виходячи із суми вартостей усіх вироблених за певний період товарів і послуг та швидкості обігу грошей.

2. *Покриття дефіциту державного бюджету* (в критичній ситуації, коли інших джерел покриття немає). Наслідком надлишкового випуску грошей є інфляція, за якої відбувається зростання цін, дезорганізація господарського життя, соціальна напруженість.

3. *Регулююча* функція – збільшуючи або зменшуючи емісію грошей у розумних межах, держава може сприяти пожвавленню економіки шляхом вливання грошових засобів, гальмувати перегрів кон’юнктури, боротися з ростом цін, скорочуючи ці вливання. Одним із аспектів регулюючої функції емісії грошей є підтримка стабільності національної грошової одиниці.

У країнах з ринковою економікою кількість грошової маси в обігу регулює центральний банк – єдиний емісійний центр держави. Центральний банк володіє

виключним правом на випуск в обіг готівки і лише частково приймає участь у кредитній емісії. Розглянемо це твердження детальніше.

Процес створення грошей має дві стадії. На першій стадії центральний банк країни збільшує свої активи шляхом надання кредитів уряду, комерційним банкам та іншим суб'єктам господарювання, а також шляхом збільшення своїх золотовалютних резервів. Збільшення активів центрального банку одночасно приводить до відповідного зростання його пасивів, отже – до створення грошової бази. Вона складається з готівки в обігу, готівки в касах банків, а також обов'язкових і надлишкових резервів комерційних банків у центральному банку.

Друга стадія створення грошей настає тоді, коли комерційні банки, спираючись на свої резерви, збільшують кредитування клієнтів. Можливості комерційних банків самостійно створювати гроші обмежені, оскільки вони можуть здійснювати безготівкові платежі, надавати кредити і отримувати готівку лише в межах залишків коштів на своєму рахунку в центральному банку. Окрім того, необхідність зберігати частину коштів в формі депозитних резервних вимог у центральному банку є основним обме-женням для "створення" безготівкових грошей комерційними банками.

Залишки грошей на рахунках клієнтів і готівка в обігу і є грошовою масою (М3), тобто грошовий мультиплікатор показує, яка кількість грошей створюється у зв'язку з "розростанням" грошової бази.

Таким чином, кількість грошей в обігу зумовлюється емісією центрального банку. Зростання його активів, незалежно від напряму росту, неминуче призводить до збільшення грошової бази, що, в свою чергу, через ефект мультиплікатора призводить до розширення грошової маси.

Розглянемо діяльність Національного банку України, спрямовану на забезпечення економіки України грошовою масою (таблиця 2.3).

Протягом 1991-1998 років наявна грошова маса в обігу (М3) зростала, досягнувши на кінець 1998 року 15,7 млрд. грн., в тому числі готівка (М0) – 7,2 млрд. грн., що становить 46% усієї грошової маси.

Темпи зростання грошової маси за даний період (таблиця 2.4) умовно можна поділити на два етапи: з 1992 по 1995 роки та з 1996 року по даний час.

Таблиця 2.3

Наявна грошова маса в обігу України [42, с.49-50]

(на кінець періоду, млн. грн.)

Показники	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
1. **Готівка** Гроші поза банками (M_0)	0,3	5	128	793	2623	4041	6132	7158
2. **Кошти на розрахункових і поточних рахунках**	1,4	16	214	1067	2059	2275	2918	3174
Грошова маса (M_1)	1,7	21	342	1860	4682	6315	9050	10331
3. **Строкові депозити та інші кошти**	0,7	4	140	1356	2164	2708	3398	5100
Грошова маса (M_2)	2,4	25	482	3216	6846	9023	12448	15432
4. **Кошти клієнтів за трастовими операціями банків**	–	–	–	–	84	341	93	286
Грошова маса (M_3)	–	–	–	–	6930	9364	12541	15718

Таблиця 2.4

Темпи зростання грошової маси (у % до попереднього періоду) [42, с.48-50]

Показники	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
1. **Готівка** Гроші поза банками (M_0)	1667	2560	620	331	154	152	117
2. **Кошти на розрахункових і поточних**							

рахунках	1127	1338	499	193	110	128	109
Грошова маса (M_1)	1221	1629	544	252	135	143	114
3. **Строкові депозити та інші кошти**	606	3500	969	160	125	125	150
Грошова маса (M_2)	1050	1928	667	213	132	138	124
4. **Кошти клієнтів за трастовими операціями банків**	–	–	–	–	406	27	308
Грошова маса (M_3)	–	–	–	–	135	134	125

Грошово-кредитна політика Національного банку України протягом 1992-1995 років перебувала під значним впливом рішень органів виконавчої влади. Особливо це проявлялося у розмірах кредитів державним органам управління, що надавалися в основному за рахунок емісії НБУ, підриваючи монетарні спроби останнього до стабілізації (таблиця 2.5). Наприклад, загальнодержавному управлінню було надано 4,4 млрд. грн. кредитів на кінець 1995 року, в тому числі 3,14 млрд. грн. у національній і 1,25 млрд. грн. у іноземній валютах. Темп зростання суми кредитів порівняно з 1994 роком становив 3 рази, а порівняно з 1992 роком – 244 рази. Саме ці величезні за обсягами кредитні емісії є головною причиною гіперінфляції 1993 року, поглиблення фінансової кризи та значного обезцінення вартості національних грошей. Додатковим фактором зниження вартості національ-ної валюти було те, що емісійні кредити в той час надавались за пільговими процентними ставками, які були значно нижчими рівня інфляції.

Таблиця 2.5

Кредити, що надані органам загальнодержавного управління [42, с.70]

Період	Усього	Національний банк України	
		у тому числі у валюті	
		національній	іноземній
залишки заборгованості на кінець періоду, млн. грн.			
1991	0,51	0,51	
1992	18	18	

1993	129	129	
1994	1411	1411	
1995	4393	3144	1249
1996	5809	3568	2236
1997	5829	3568	2248
1998, I кв.	6077	3568	2413
1998, II кв.	6092	3568	2443
1998, III кв.	7662	3568	4025
1998, IV кв.	7683	3568	4057
темпи зростання до попереднього року, %			
1992	34 р.	34 р.	
1993	7 р.	7 р.	
1994	11 р.	11 р.	
1995	3 р.	223	
1996	132	113	179
1997	100	100	101
1998	132	100	180

Якщо проаналізувати структуру кредитів, наданих Національним банком [39, с.11-12], то із загальної суми 3,14 млрд. грн. на 01.01.96 року кредити уряду становили 99,9%; з них на обслуговування внутрішнього державного боргу – 4,1%, Міністерству фінансів під дефіцит державного бюджету – 95,9%. Варто також відзначити, що сума кредитування дефіциту бюджету на 01.01.96 року становила 45% усієї грошової маси, що знаходилась на той час в обігу країни.

Згідно з класичним рівнянням обміну зміна обсягів грошової маси викликає відповідні зміни в темпах приросту цін, тобто пряма емісія Національного банку на покриття дефіциту бюджету, що не підкріплена зростанням виробництва в країні, призвела до інфляції, яка у 1992 році становила 2100%, у 1993 – 10255%, у 1994 – 501%, у 1995 – 282% [79, с.5].

Першопричиною гіперінфляційних процесів в Україні на першому етапі економічних реформ (1992-1995 рр.), на нашу думку, слід вважати не стільки лібералізацію цін, скільки грошово-кредитну та фіскальну політики, що здійснювались тоді. Лавоподібний розвиток інфляції спричинили *неузгодженість грошово-кредитного і бюджетно-податкового регулювання економіки*, наслідком цього стало зростання цін в умовах різкого спаду виробництва і гострого товарного дефіциту, з одного боку, при зростанні

заробітної плати та інших форм грошових доходів населення – з іншого. У цей період вплив Національного банку України на стан грошового ринку та його стабільність був майже непомітний – інструменти грошової політики не працювали.

Рівень цін залежить від грошово-кредитної політики, що проводиться в той чи інший проміжок часу. Активний вплив центрального банку на рівень цін – загальновідома істина, а тому вона покладена в основу діяльності центральних банків країн з розвинутою ринковою економікою. В Україні грошово-кредитна емісія стала головним чинником інфляційного зростання цін на першому етапі здійснення економічних реформ. В умовах високого інфляційного тиску населення України намагалось якнайшвидше позбутися національної валюти. Внаслідок цього в економічному кругообігу з'явились такі негативні явища як доларизація грошової системи, бартерний обмін.

Виходячи із неможливості постійної емісії центрального банку на покриття бюджетного дефіциту, починаючи з 1995 року уряд запровадив таке джерело фінансування дефіциту бюджету, як кошти від розміщення державних цінних паперів. У 1996 році Національний банк України все ще кредитував дефіцит бюджету, проте в значно менших обсягах. Запрацював ринок державних цінних паперів, а також Україна отримала зовнішні позики для фінансування бюджетного дефіциту. Грошова маса (М3) у 1996 році становила 9,4 млрд. грн., зрісши протягом року на 35%. Інфляція у 1996 році склала близько 40%. Це в 4,6 рази менше, ніж у 1995 році, і в 10 разів менше, ніж у 1994 році.

Протягом 1997 року прямої емісії Національного банку на покриття дефіциту бюджету не було. Грошова маса (М3) зросла на 34% при зростанні рівня цін на 10,1%. У 1998 році зростання грошової маси склало 25% при зростанні рівня споживчих цін на 20 процентів [42, с.52].

Темпи збільшення обсягу грошової маси безпосередньо пов'язані з темпами інфляції, проте це співвідношення не завжди складає 1:1. Як правило, в

період відносно швидкого сповільнення темпів інфляції, пропозиція грошової маси в номінальному вираженні повинна нарощуватись більш низькими темпами, ніж темпи інфляції. Цей процес і є так званим “посиленням монетарної політики”, який мав місце в Україні в кінці 1994 - 1995 роках. Протягом 1996-1997 років, в умовах стабілізації темпів інфляції і повернення довіри до дефляційного процесу, відбувалася “ремонетизація”. Іншими словами, попит на національну валюту підвищився, при цьому темпи росту пропозиції грошової маси перевищували темп приросту цін, що привело до підвищення обсягу грошової маси в реальному вимірі. Високими темпами у 1996-1998 роках зростали реальні грошові запаси, агреговані в показник М1 (див. таблицю 2.3). Ми вважаємо, що це початок реального піднесення економіки України.

Стабільність грошового обігу – основна умова ефективного розвитку регіональної та національної ринкової економіки. Знецінення грошей спотворює основні процеси, що відбуваються в економіці, а також відбувається спад підприємницької діяльності внаслідок несприятливих умов економічної діяльності. На нашу думку, основними факторами стійкості купівельної сили національної грошової одиниці й грошового обігу є розвиток ринкових господарських структур, задоволення ринкового попиту на товари індивідуального споживання і засоби виробництва й *обмеження грошової маси темпами росту сукупного суспільного продукту*.

Джерелом будь-якого збільшення грошей в обігу є відповідний приріст доданої вартості, а основою для реального приросту грошей – нарощування реальних обсягів виробництва. Спроби порушити цю аксіому, розширивши грошову пропозицію, призводять до інфляції та руйнування економіки країни.

Отже, посилення монетарної політики у 1996 році дозволило НБУ розпочати запровадження нормальної системи регулювання грошового ринку

через систему відповідних інструментів, і таким чином стабілізувати грошово-кредитний ринок, інфляцію та вартість національних грошей.

Поступово для регулювання стану грошово-кредитного ринку Національним банком України були запроваджені та почали використовуватися в нормальному режимі наступні інструменти грошової політики [115, с.9]:

1. Облікова ставка Національного банку, як базова ціна національної валюти, та заходи по регулюванню рівня процентних ставок банківської системи;

2. Обов'язкове резервування залучених коштів комерційних банків;

3. Операції по підтриманню ліквідності комерційних банків через кредитні аукціони, ломбардне кредитування та операції РЕПО;

4. Запровадження в обіг державних цінних паперів та операцій з ними на грошово-кредитному ринку;

5. Операції на валютному ринку щодо підтримання курсу національної валюти.

На сьогодні можна сказати, що Національний банк України володіє усіма методами та інструментами щодо забезпечення регулювання грошово-кредитного ринку, однак ефективність застосування деяких з них в економічних реаліях України є ще надто низькою.

Починаючи з 1992 року ***облікова політика*** використовується Національним банком України головним чином для забезпечення надійності та стабільності банківської системи (функція кредитора останньої інстанції для комерційних банків) та регулювання обсягів грошової маси в обігу країни.

Для того, щоб облікова ставка Національного банку використову-валась у повному обсязі як інструмент монетарного регулювання, вона повинна відповідати певним принципам. Серед них основними є:

1) *забезпечення позитивного рівня облікової ставки щодо інфляції*;

2) *рівень облікової ставки повинен перебувати в межах коридору ринкових процентних ставок комерційних банків за кредитами та депозитами*.

Протягом 1992-1993 років процентна політика Національного банку України недостатньо сприяла проведенню політики макроекономічної стабілізації. Ставка рефінансування, встановлена ним, постійно віддалялась від рівня позитивної ставки, що прискорювало темпи інфляції, негативно впливало на розподіл кредитних ресурсів, своєчасність повернення позик, понижувало ефективність використання процентної ставки як регулятора кредитного ринку. Протягом цього періоду облікова ставка змінювалася лише тричі – в період високої інфляції та гіперінфляції вона адміністративно в номінальному виразі була підвищена з 80% у 1992 році до 100% та 240% в 1993 році, але через значну кількість пільгових кредитів фактична облікова ставка по кредитах Національного банку України ста-новила лише 83% [115, с.10]. Тобто навіть у період гіперінфляції реальний рівень встановленої облікової ставки відносно інфляції був значно нижчим, через що вартість національної валюти фактично планомірно підривалась.

Активна процентна політика Національного банку, яка забезпечує реальну вартість національної валюти, почала проводитись фактично з 1994 року, коли номінальний рівень облікової ставки змінювався відповідно до коливань інфляції 5 разів – від 140% до 300% річних. Це дозволило вперше вийти на позитивний реальний її рівень відносно інфляції, хоч коливання і номінальної, і реальної ставки через значні поштовхи інфляції були досить значними (від +20 до -50 процентних пунктів у місячному обчисленні).

У 1995 року облікова ставка була позитивною (рис. 2.1), тобто вона перевищувала рівень інфляції, що давало можливість Національному банкові зменшувати попит на кредити та сприяти росту депозитів. З травня 1995 року дисконтну ставку було офіційно проголошено базовою ставкою для кредитних угод: Національний банк зобов’язав комерційні банки включати до кредитних

угод пункт про коригування процентної ставки у випадку зміни облікової ставки Національного банку.

Такі адміністративні заходи дали певні результати, оскільки відбулось досягнення належної відповідності рівня процентних ставок за кредитами комерційних банків рівню облікової ставки Національного банку. В умовах значного зниження та стабілізації рівня інфляції з травня 1996 року, стало недоцільним збереження жорсткого механізму коригування процентних ставок. У вересні 1996 року вимоги щодо коригування процентних ставок за кредитами згідно із змінами облікової ставки було скасовано.

Рівень облікової ставки знижувався протягом 1995-1996 років (з 252 до 40%) [40, с.40] у зв'язку із зниженням темпів інфляції. Відхилення облікової ставки від рівня інфляції становили від +6 до -8 процентних пунктів у 1995 році, до того ж вони спостерігалися лише у квітні та вересні під час найзначніших змін динаміки інфляції. У 1996 році відхилення зменшилось в середньому до 3 процентних пунктів.

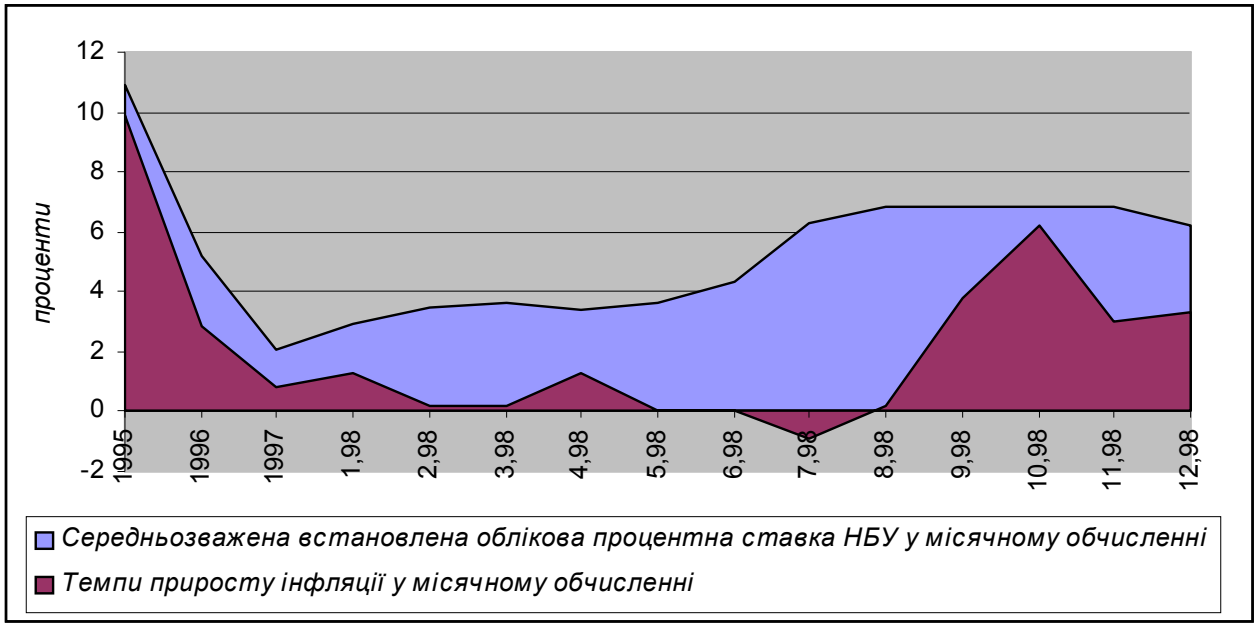


Рис. 2.1. *Зміна облікової ставки НБУ і темпів приросту інфляції [42, с.54]*

Процес формування єдиної тенденції пониження облікової ставки набув подальшого розвитку в 1997 році. Послідовна процентна політика Національного банку відіграла важливу роль у закріпленні тенденції зниження процентних ставок грошового ринку. Особливо цей процес проявився у першій половині 1997 року, коли на зниження облікової ставки кредитні інститути реагували зниженням процентних ставок за кредитами і депозитами (рис. 2.2), тобто облікова ставка вплинула на вартість кредитних ресурсів у сторону зменшення, що є позитивним для економіки країни. Проте зниження рівня облікової ставки не викликало еластичної зміни рівня процентних ставок за кредитами та депозитами, що є свідченням недостатнього впливу облікової політики Національного банку на встановлення ціни на кредитні та депозитні ресурси банківської системи країни.

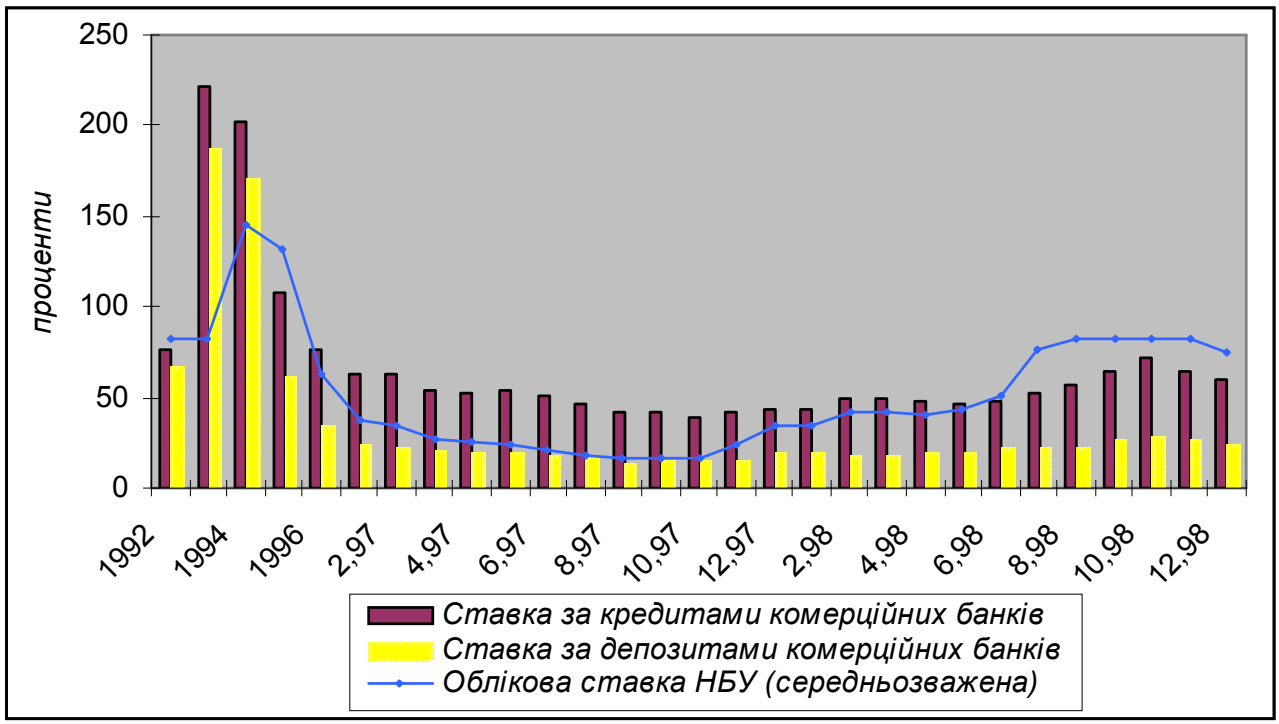


Рис. 2.2. *Зміна облікової ставки НБУ та процентних ставок за кредитами і депозитами комерційних банків [42, с.54-55]*

Аналізуючи рисунок 2.2, слід відзначити, що, окрім позитивного значення облікової ставки щодо інфляції, починаючи з 1996 року рівень ставки

рефінансування Національного банку перебував у межах коридору процентних ставок за депозитами та кредитами комерційних банків (за винятком другого півріччя 1998 року – періоду фінансової кризи). Тобто облікова політика Національного банку України виконувала основні мето-дологічні принципи її визначення, що мало б привести до повноцінного використання процентних ставок як цілі монетарної політики держави.

Проте в умовах перехідної економіки України облікова і ломбардна політика не використовується в повному обсязі як інструмент грошово-кредитного регулювання. Цьому заважає недостатній розвиток вексельного обігу, а також використання Національним банком своїх ресурсів переважно для кредитування уряду, а не комерційних банків. Тому рефінансування комерційних банків здійснюється переважно через аукціонні торги, через операції РЕПО, навіть у порядку прямого цільового кредитування, а не через переоблік векселів чи ломбардне кредитування. В цих умовах Національний банк встановлює ставку облікового процента не стільки для досягнення цілей грошово-кредитної політики, скільки для приведення її у відповідність до динаміки рівня інфляції.

Розглядаючи рівень і динаміку облікової ставки Національного банку України у 1998 році, слід звернути увагу на принципи визначення рівня процентних ставок центральним банком України.

За офіційною версією Національного банку, облікова ставка протягом 1998 року оперативно регулювалася “залежно від рівня інфляції, динаміки процентних ставок, що складалися на міжбанківському кредитному ринку, динаміки курсу долара та ціни на біржовому та позабіржовому ринках” [41, с.18]. Облікова ставка, у свою чергу, є одним із орієнтирів у разі надання ломбардних кредитів комерційним банкам для підтримання їхньої поточної ліквідності.

Рівень інфляції у 1 півріччі 1998 року, згідно зі статистичними даними, становив лише 3%, тому сказати, що НБУ, визначаючи рівень облікової ставки у 82%, орієнтувався на рівень інфляції, не можна. Те, що Національний банк орієнтувався на рівень кредитно-депозитних ставок на міжбанківському ринку, – також не відповідає дійсності, адже загально-відомо, що все відбувається навпаки. Ймовірним є орієнтир на динаміку курсу долара, однак останній довгий час в Україні значно залежав від стану ринку державних цінних паперів. Тобто у 1998 році рівень облікової ставки визначався залежно від двох основних чинників: коливання попиту нерезидентів на державні боргові зобов'язання, а також надходження або відпливу із ринку іноземного спекулятивного капіталу. Прикладом негативного впливу зовнішніх чинників на облікову ставку можна вважати підвищення Центральним банком Росії її рівня з 50 до 150% 27 травня 1998 року, що призвело до підвищення рівня облікової ставки НБУ до 82%. Необхідно відзначити, що вказані вище чинники є зовнішніми, і це є негативним фактором.

Національний банк у 1998 році практично не проводив кредитних аукціонів і навіть залучав кредитні ресурси комерційних банків на строкові депозити. Починаючи з другого півріччя 1998 року облікова ставка Національного банку була вища за кредитні ставки комерційних банків (див. рис. 2.2). Таким чином, категорія "облікова ставка" дещо втратила своє практичне значення для банківського сектора економіки.

Теоретично банки можуть видавати кредити під нижчі проценти. Але, як відомо, комерційний банк – це установа, метою діяльності якої є одержання прибутку. І тому зрозуміло, що банківські установи не кредиту-ватимуть підприємства під 20-30% доти, доки існує сегмент ринку, що приносить до 85% річних (облігації внутрішньої державної позики (ОВДП).

Безперечно, завдяки адміністративному підвищенню облікової ставки у короткостроковому періоді можна мінімізувати негативні наслідки фінансової

кризи, підвищити ціну національної грошової одиниці для комерційних банків, а отже, послабити спекулятивний тиск на неї. Проте високий рівень ставки рефінансування в довгостроковому часовому інтервалі зумовлює значне подорожчання кредиту для кінцевих його споживачів, що вкрай негативно впливає на ділову активність, обсяги виробництва, стан економіки в цілому.

Таким чином, за різних макроекономічних умов держава в особі центрального банку може провадити (залежно від обраних цілей) або політику кредитної рестрикції, або політику поступового зниження облікової ставки заради пожвавлення процесу кредитування виробництва.

У перспективі роль процентних ставок у досягненні цілей економічної політики держави повинна істотно зрости. Завданням Національного банку має стати створення умов для поступового пониження загального рівня процентних ставок в економіці, особливо процентних ставок за кредитами реальному сектору економіки до рівня, що стимулює зростання платоспроможного попиту на позичкові ресурси.

Значення кількісних грошових орієнтирів у процесі формулювання і здійснення грошово-кредитної політики повинно зменшуватися, а роль якісних індикаторів, наприклад процентних ставок, посилюватися.

Політика мінімальних резервів (як інструмент грошово-кредитної політики) використовується Національним банком України для планування та регулювання обсягів грошової маси в обігу, підтримки ліквідної діяльності комерційних банків щодо їхніх зобов’язань стосовно залучених коштів юридичних і фізичних осіб.

Національний банк України відповідно до Закону України “Про банки і банківську діяльність” встановлює для комерційних банків нормативи з формування ними обов’язкових резервів. Визначення норм обов’язкових резервів для комерційних банків є одним із основних інструментів грошово-кредитної політики Національного банку.

Зобов'язання виконувати резервні вимоги виникає у комерційного банку з моменту отримання ліцензії Національного банку України на право здійснення відповідних банківських операцій.

Протягом 1993-1994 років політика у сфері обов'язкового резервування залучених коштів комерційних банків спрямовувалась на стабілізацію стану з ліквідністю банківських установ та поступове зниження їх надлишкової ліквідності, яка в умовах значних кредитних емісій перетворилась на загрозу вибухового зростання грошової маси та дестабілізації стану на грошово-кредитному ринку. Саме тому рівень обов'язкового резервування в 1994 році було збільшено з 10% до 15%.

У 1995 році Національний банк України використовував норми обов'-язкового резервування у повній мірі для вирішення економічних проблем та стабілізації грошово-кредитного ринку. Наприклад, з метою прискорення залучення в обіг коштів, куплених на цільових кредитних аукціонах Національного банку, тимчасово використовувалась у 1995 році 100%-на норма резервування на тимчасово вільні кошти, придбані на цих аукціонах. Це стимулювало комерційні банки швидше пускати в обіг придбані кошти з метою фінансування пріоритетних галузей народного господарства.

З кінця 1995 року почалася практика обов'язкового резервування валютних депозитів, що було важливим фактором стабілізації як валютного, так і всього грошового ринку. На початку 1997 року загальна норма обов'язкового резервування була знижена з 15% до 11%, що свідчило про стабілізацію грошово-кредитного ринку та додаткове стимулювання кредитної активності комерційних банків. Однак внаслідок загострення фінансової кризи на світових фінансових ринках у кінці 1997 року Націо-нальний банк переглянув норму резервування в сторону збільшення до 15%.

Нині в Україні діє Положення "Про нормативи обов'язкового резервування коштів банківською системою України" [13], згідно з яким комерційні банки

обов'язково резервують певний процент (17%) від залучених коштів як у національній, так і в іноземній валютах незалежно від строку внеску і характеру вкладника.

Зупиняючись на діючому нині Положенні "Про нормативи обов'язкового резервування коштів банківською системою України", слід звернути увагу на деякі негативні зміни, спричинені загостренням фінансової ситуації у державі. А саме, зміна звітного періоду, який зменшився з 15 до 10 днів[1], тобто обсяг обов'язкових резервів визначається комерційним банком кожні 10 днів у розмірі встановленого процента від середньоарифметичних залишків залучених банком коштів.

Заслуговує на увагу й такий факт, що комерційні банки мали право до жовтня 1998 року не більше 30% визначеної суми обов'язкових резервів тримати у готівковій формі в національній чи іноземній валюті, адже готівка – чистий резерв, який завжди можна використати для погашення боргових зобов'язань. Із загостренням фінансової кризи це положення відмінили, хоча, на наш погляд, у майбутньому його слід відновити.

Слід також зазначити, що комерційним банкам України було дозволено з листопада 1997 року зараховувати до суми обов'язкових резервів кошти, вкладені у державні цінні папери, придбані на первинному ринку. Тобто комерційні банки частину своїх резервів могли перетворити на робочі активи, забезпечуючи собі належний дохід при збереженні порівняно високої ліквідності. Це дозволяло послабити вплив "прихова-ного оподаткування" мінімальних резервів на комерційні банки, оскільки проценти на залишки резервних коштів на кореспондентських рахунках комерційних банків не нараховуються. З загостренням фінансової кризи у вересні 1998 року Національний банк заборонив зараховувати ОВДП до суми резервних вимог, однак пізніше (з листопада 1998 року) комерційним банкам дозволили

[1] У період загострення фінансової кризи (осінь 1998 року) Національний банк тимчасово встановив щоденне дотримання комерційними банками резервних вимог.

застосовувати ОВДП і КОВДП при формуванні обов'язкових резервів (до 25% загальної суми обов'язкових резервів).

Варто також зупинитися на окремих вимогах Положення, що, на нашу думку, потребують якщо не відміни, то принаймні перегляду. Це перш за все стосується норми резервування коштів у іноземній валюті. Чинним сьогодні Положенням її встановлено на рівні 17%, до того ж резервування здійснюється у гривнях. З точки зору Національного банку як органу монетарного регулювання, резервування іноземної валюти, що здійснюється у гривнях, веде до звуження грошової бази та є антиінфляційним чинником. Проте, з точки зору комерційних банків, така ситуація не сприяє кредитуванню і погіршує ліквідність банку.

Досвід зарубіжних країн підтверджує, що в більшості держав резервні вимоги, які встановлюють на внески в іноземній валюті, значно нижчі від тих, що застосовують до зобов'язань у національній валюті, а в деяких випадках внески в іноземній валюті взагалі не враховуються при розрахунку мінімальних резервів.

Отже, в інтересах розвитку банківської системи слід було б якщо не скасувати резервування коштів у іноземній валюті, то, принаймні, знизити його до рівня 4-6%.

Аналізуючи зарубіжний досвід, необхідно звернути увагу на диференціацію норм резервування багатьма центральними банками залежно від виду банку, характеру і строку вкладу, типу вкладника тощо. У США, наприклад, до вкладів юридичних осіб зі строком погашення понад півтора року режим резервування взагалі не застосовують. За трансакційними депозитами на суму понад $51,9 млн. встановлене 10-процентне покриття [145, с.30]. Вклади фізичних осіб не підлягають резервуванню, оскільки широко розвинене страхування депозитів.

Згаданий досвід варто було б застосувати і в Україні. Особливо це стосується залучених банками депозитів з терміном 1 рік і більше. Адже чим

триваліший час, на який банк залучив кошти клієнтів, тим простіше обчислити і спрогнозувати динаміку пасивів банку, а отже, виникає можливість зниження ризиків, що повинно супроводжуватись зменшенням резервних вимог. Позитивний ефект диференціації мінімальних резервів можна простежити на такому прикладі: зниження резервних вимог щодо строкових депозитів населення сприяло б підвищенню рівня депозитної ставки, що стимулювало б приплив коштів населення у банківські установи і використання їх для кредитування економіки.

Як зазначалося вище, мінімальні резервні вимоги є інструментом монетарного регулювання, який придатніший для вирішення довготерміно-вих завдань грошово-кредитної політики. Часті зміни цього інструмента не сприяють стабілізації роботи банківської системи зокрема та економіки України в цілому. І ось чому:

1) підвищення норм обов'язкових резервів призводить до зростання бездохідних активів і відповідно до зниження прибутковості комерційних банків. Намагаючись компенсувати втрачений прибуток, комерційні банки підвищують вартість кредитів, що надаються, знижують процентні ставки за депозитами, здійснюють реструктуризацію банківських пасивів, що в свою чергу призводить до зниження ефективності використання залучених ресурсів;

2) оскільки обов'язкове резервування є прихованою формою оподатку-вання, то часта зміна його норми не сприяє тому, щоб комерційні банки розробляли довгострокові стратегії розвитку. Якщо центральний банк часто змінює резервні вимоги, банки втрачають бажання надавати кредити на тривалий строк; навпаки вони намагатимуться збільшити надлишкові резерви як гарантію проти ймовірної втрати ліквідності, спричиненої підвищенням резервних вимог. Збільшення (в загальній масі) частки короткострокових кредитів у перспективі негативно вплине на економіку, оскільки не вистачатиме інвестицій в обладнання та виробничі потужності.

В Україні зміни норм мінімальних резервів здійснюються досить часто. Наприклад, протягом 1993-1998 років Національний банк п’ять разів змінював порядок формування комерційними банками мінімальних резервів. До того ж, часто змінювалися види залучених коштів, які підлягали обов’язковому резервуванню, що вкрай негативно позначалося на діяльності комерційних банків.

З метою запобігання подібного в майбутньому, доцільно прийняти спеціальний законодавчий акт, лише в рамках якого Національний банк може встановлювати різні норми резервів і типи зобов’язань банку, на які вони поширюються.

Підсумовуючи сказане, слід зазначити, що чинне Положення “Про нормативи обов’язкового резервування коштів банківською системою України” є, безумовно, прогресивним й відповідає меті банківського нагляду. Проте, на нашу думку, розвиток банківської системи потребує вдосконалення та переоцінки системи економічних нормативів, що з часом приведе до подальшого зменшення резервних вимог взагалі. Оптимальну схему застосування Національним банком мінімальних резервів як інструмента впливу на діяльність системи комерційних банків та економіки у цілому буде створено лише при умові всебічного застосування центральним банком усіх елементів диференціювання резервних вимог за різними критеріями, розглянутими вище.

Для підтримки необхідної ліквідності банківської системи Національний банк України здійснює **рефінансування комерційних банків**, тобто кредитування центральним банком окремих комерційних банків на прохання останніх, у випадку тимчасової нестачі ліквідності. Шляхом рефінансування центральний банк діє як “кредитор останньої інстанції” – він є гарантом безперебійного функціонування банківської і фінансової систем у цілому. Функція центрального банку як “кредитора останньої інстанції” неминуча в силу самої природи банківської діяльності, тобто встановлення відповідної

рівноваги між пасивами, що повинні виплачуватися за вимогою негайно, і їх активами, що, як правило, мають довший строк. У вигляді запасу ліквідності зберігається лише незначна частка активів. Якщо цей запас ліквідності виявляється недостатнім для погашення вимог вкладників (які важко передбачити, особливо на щоденній основі), рівновага між активами і пасивами порушується внаслідок більшої швидкості, з якою депозити можуть бути зняті, порівняно з часом, необхідним для мобілізації кредитів.

Кредитування в останній інстанції запобігає виникненню ефекту "доміно" – поширення кризи від комерційних банків, що тимчасово мають нестачу ліквідності на "здорові" банки, а також запобігає втраті довіри населення до надійності банківської системи у цілому.

Надання Національним банком України кредитів комерційним банкам для підтримання їх поточної ліквідності до 1994 року відбувалося переважно опосередковано через надання за рішеннями законодавчих та виконавчих органів централізованих цільових кредитів безпосередньо клієнтам (підприємствам і організаціям). Ці кредити потрапляли переважно неплатоспроможним клієнтам, які підтримувались державою, і значною мірою не поверталися. Це погіршувало ліквідність комерційних банків і вимагало нових емісійних кредитів.

У 1994 році були запроваджені *кредитні аукціони*, а надання Національним банком ризикованих емісійних кредитів суб'єктам господарювання було відмінене. Загальне керівництво і відповідальність за проведення кредитних аукціонів покладені на Аукціонний комітет, персональний склад якого визначається і затверджується правлінням НБУ. Єдиним продавцем кредитів на кредитному аукціоні є Національний банк.

Через кредитні аукціони додаткові кредитні ресурси надходили до комерційних банків і надалі в народне господарство на здоровій основі.

Національний банк України припинив виділення ресурсів комерційним банкам для кредитування на пільгових умовах, тобто під пільгову процентну ставку.

Однією з головних змін у застосуванні інструментів кредитування Національного банку в 1996 році було поширення використання таких інструментів як ломбардне кредитування комерційних банків під заставу державних цінних паперів та угод РЕПО. Можливість запровадження цих інструментів виникла лише в умовах створення і розвитку ринку державних цінних паперів.

Операції РЕПО – це операції з цінними паперами, що складаються з двох частин і при яких укладається єдина генеральна угода між учасниками ринку (Національним банком і комерційними банками) про продаж-купівлю державних цінних паперів на певний строк із зобов'язанням зворотного продажу-купівлі у визначений термін або на вимогу однієї із сторін за ціною, обумовленою заздалегідь.

Використання НБУ державних цінних паперів для операцій РЕПО здійснюється через "пряме РЕПО" – купівлю у комерційного банку державних цінних паперів та "зворотне РЕПО" – продаж Національним банком державних цінних паперів комерційним банкам з умовою їх зворотного викупу.

Протягом 1996 року кредитна емісія здійснювалася через банківську систему шляхом проведення для комерційних банків кредитних аукціонів та ломбардного кредитування під заставу державних цінних паперів.

Слід зазначити, що можливості Національного банку України щодо надання кредитної підтримки економічному сектору були дуже обмеже-ними, тому що Національний банк продовжував направляти емісійні кошти як через пряме кредитування уряду на покриття дефіциту державного бюджету, так і через придбання державних цінних паперів (рис. 2.3).

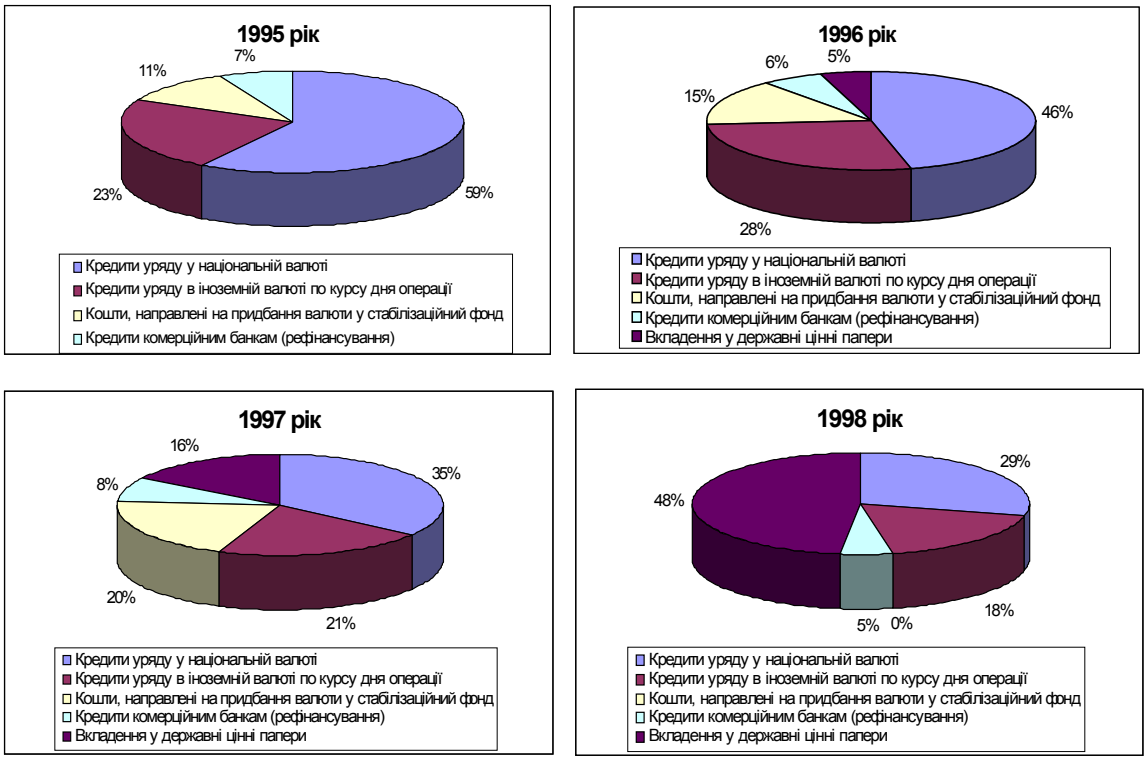


Рис. 2.3. *Напрями використання кредитної емісії Національним банком України [116, с.24; 42, с.71-73]*

Протягом 1996 року було проведено 12 кредитних аукціонів з продажу кредитних ресурсів, на яких було надано кредитів 135 комерційним банкам на загальну суму 612,2 млн. грн. за середньозваженою ставкою 52,8 процента річних при середньорічній обліковій ставці Національного банку України 62,3% [116, с.25].

З метою стимулювання розвитку ринку державних цінних паперів, підтримки необхідної ліквідності комерційних банків, Національним банком запроваджено надання кредитів під забезпечення державних цінних паперів (ломбардний кредит). Протягом 1996 року комерційні банки отримали таких кредитів на загальну суму 61,4 млн. грн. Ломбардна ставка протягом року відповідала рівню облікової ставки Національного банку України.

Зниження рівня облікової ставки протягом майже всього 1997 року привело до зменшення розміру вартості ресурсів на кредитних аукціонах і при наданні ломбардних кредитів. Розмір середньої процентної ставки за кредитами, що

продані на кредитних аукціонах, зменшився з 40% річних у грудні 1996 року до 16,1% у жовтні 1997 року, а в листопаді її рівень дещо підвищився і становив 17% (див. додаток А). У грудні кредити на кредитних аукціонах не надавалися. Аналогічна ситуація склалася і з ломбардними кредитами. Рівень середньозваженої процентної ставки за ломбардними кредитами у 1997 році поступово знижувався з 45% у січні до 24,2% у жовтні, а в листопаді він підвищився до 34%, у грудні – до 39,2% [40, с.14].

У 1998 році Національний банк України проводив розширене рефінансування банків за ставками, наближеними до формованих ринком. З початку року Національний банк здійснював рефінансування комерційних банків лише через ломбардні кредити, а також операції РЕПО під заставу ОВДП. Протягом першого півріччя не було проведено жодного кредитного аукціону. Починаючи з травня було поновлено проведення депозитних аукціонів для залучення коштів комерційних банків на депозитні вклади. Також, починаючи з травня, комерційні банки не отримали жодного ломбардного кредиту.

Протягом осені 1998 року рефінансування комерційних банків для підтримки їх короткострокової ліквідності відбувалося через операції РЕПО за середньозваженою процентною ставкою 82% [42, с.20]. Значний рівень кредитної ставки й обмежені кредитні ресурси Національного банку не сприяли поширенню кредитування через операції РЕПО. Ломбардне кредитування комерційних банків практично не проводилось.

Проаналізувавши здійснення Національним банком політики рефінан-сування комерційних банківських установ, для її ефективнішого використання слід продовжити переорієнтацію центрального банку з кредитування уряду (як через прямі кредити, так і через купівлю ОВДП) на кредитування комерційних банків, що сприятиме спрямуванню ресурсів у реальну економіку, без чого неможливе реальне економічне зростання в Україні. Лише шляхом збільшення

обсягів рефінансування комерційних банків НБУ може знизити рівень процентної ставки в економіці.

Розглядаючи регулювання Національним банком України грошово-кредитного ринку, не можна не зупинитися на аналізі **операцій** Національного банку **з урядовими цінними паперами**.

У світовій практиці грошово-кредитного регулювання операції центрального банку щодо купівлі-продажу цінних паперів уряду називають *політикою відкритого ринку*. Позитивні її якості – гнучкість, оперативність, швидкість впливу на грошово-кредитну сферу. Масштаби і періодичність проведення операцій центральний банк визначає самостійно, виходячи з політики, яку проводить. Можна заздалегідь спрогнозувати вплив операцій на відкритому ринку на резерви комерційних банків, а отже, і на сукупну грошову масу.

Відповідно до Закону України “Про цінні папери і фондову біржу” у 1995 році в Україні запроваджено такий інструмент регулювання грошово-кредитного ринку, як державні цінні папери. За його допомогою мобілізуються тимчасово вільні кошти юридичних та фізичних осіб для фінансування бюджетних витрат. Згідно з вищезгаданим Законом, рішення про випуск державних облігацій приймає Кабінет міністрів, оформлюючи його відповідною постановою. Емітентом облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП) і гарантом їх погашення від імені уряду є Міністерство фінансів. Національний банк виступає у ролі генерального агента по розміщенню і погашенню облігацій.

Сьогодні про ринок облігацій внутрішньої державної позики можна говорити як про ринок, що заповнив порожню нішу у вітчизняній фінансовій системі. Крім того, з часу виникнення ринок державних цінних паперів почав швидко розширювати свою сферу впливу, чинячи значний тиск на кредитний і фондовий ринки.

Така швидка експансія державних облігацій мала на меті “цивілізоване кредитування” дефіциту бюджету держави, оскільки нарешті в неї з’явилось достатньо стабільне джерело фінансування дефіциту державного бюджету, відмінне від звичних емісійних вливань грошової маси.

Що стосується Національного банку України, то значення державних цінних паперів для нього важко переоцінити. По-перше, вони зменшують обсяги первинної емісії, зменшують пряме кредитування уряду, проти якого завжди виступав Національний банк. По-друге, розвинутий ринок держав-них облігацій стає ще одним важливим інструментом регулювання всієї фінансової системи. І по-третє, поява такого надійного джерела вкладень підвищить ліквідність самої банківської системи, за котру відповідає Національний банк.

Проте, окрім безперечно позитивних якостей операцій з цінними паперами уряду, існує ціла низка важливих проблем, що виникають перед Національним банком і економікою у цілому. Йдеться про те, що в Україні Національний банк операцій на відкритому ринку у класичному розумінні, тобто операцій на вторинному ринку цінних паперів, практично не проводить. Національний банк не може оперативно регулювати грошову масу в обігу країни завдяки операціям на відкритому ринку через відсутність нормально функціонуючого вторинного ринку взагалі. Усі операції Національного банку практично зводяться до купівлі ним ОВДП при первинному їх розміщенні для покриття дефіциту бюджету.

Інша група проблем полягає у дохідності облігацій Міністерства фінансів, а також у їх короткостроковості, наслідком чого є стрімке збільшення державного боргу. Важливою проблемою є також залучення нерезидентів до операцій на внутрішньому ринку державних цінних паперів, перелив спекулятивних капіталів яких може підірвати стабільність економічної системи країни у цілому.

Проте, на нашу думку, найважливішою проблемою для економіки, для виведення її з кризового стану і зростання ВВП є те, що ОВДП акумулюють

кошти банківської системи для обслуговування бюджетного дефіциту, а не для кредитування кінцевих суб'єктів господарювання.

Розвиток ринку ОВДП почався з травня 1995 року. У цьому році шляхом розміщення облігацій державі вдалося залучити до бюджету додаткові 14,7 трлн. крб. (147 млн. грн.) доходу, отримавши 25,3 трлн. крб. (253 млн. грн.) боргу за облігаціями на 1996 рік.

У кінці 1995 року Національний банк почав активну роботу щодо створення електронної системи вторинного обігу облігацій. У грудні було проведено дві торгові сесії. Торги здійснює Українська міжбанківська валютна біржа, а депозитарієм виступає Національний банк.

Вже до кінця 1995 року український ринок державних облігацій за своїми масштабами перевищив ринок корпоративних цінних паперів, що свідчить швидше про нерозвиненість ринку акцій та облігацій підприємств.

Протягом 1996 року Національним банком України, як генеральним агентом з обслуговування, розміщення та погашення державних облігацій, проведено 283 аукціони з первинного їх розміщення, з них 234 – із продажу безпроцентних (дисконтних) облігацій внутрішньої державної позики, які були започатковані у травні 1996 року. Залучено до бюджету коштів на загальну суму 3063 млн. грн., здійснено платежів із сплати доходу та погашення цих облігацій на загальну суму 1935 млн. грн. Ставка дохідності за державними облігаціями протягом 1996 року зменшувалась з 101,6% у січні до 56,7 процента у грудні, але залишалася на високому рівні (у середньому за рік вона становила 70,9% річних і на грошово-кредитному ринку була найвищою). Необхідність підтримання дохідності державних облігацій на високому рівні була продиктована гострою потребою у коштах для покриття дефіциту державного бюджету.

Аналізуючи розвиток ринку державних цінних паперів, необхідно зупинитись на тих негативних тенденціях, що почали проявлятися вже у 1996

році, а саме: за бюджетним планом на 1996 рік, генеральний агент уряду – Національний банк України – мав продати на відкритому ринку державних облігацій на суму 3329 млн. грн. Ефективна сума залучення грошових ресурсів з ринку повинна була до кінця року досягти 1500 млн. грн. Дані завдання були майже виконані, – сумарний обсяг продажу облігацій на первинних торгах за 1996 рік склав 3239 млн. грн. (табл. 2.6). Що стосується поточної ефективної суми залучення з ринку, то сумарне залучення коштів від продажу облігацій за мінусом усіх платежів по погашенню облігацій з початку року становило – 1128 млн. гривень. Це свідчить про задовільне виконання плану розміщення ОВДП на 1996 рік, оскільки при майже 100%-му обсягу продаж до бюджету вдалось залучити лише близько 75% запланованих коштів. Хоча, за підрахунками Міністерства фінансів (що не враховують всі платежі по погашенню облігацій з початку року, а отже, є неточними), дохід бюджету становив 1613 млн. грн.

Головна причина невиконання плану залучення коштів до бюджету через ринок державних цінних паперів криється у перевитратах коштів по погашенню основної суми боргу та на виплату доходу за облігаціями у вигляді процентів.

Відповідно до бюджетних параметрів на виплату доходу за облігаціями дозволено було витратити 360 млн. грн., а на погашення основної суми боргу по них – 1284 млн. грн. Протягом року емітентом було використано на виплати за держоблігаціями:

- 1715 млн. грн. – на погашення основної суми боргу;
- 735 млн. грн. – на виплату доходу за облігаціями у вигляді процентів і відшкодування дисконтів.

Отже, можна вирахувати допущену перевитрату коштів, передбачених бюджетом:

- на погашення основної суми боргу за держоблігаціями – 1715 млн. грн. проти 1284 млн. грн. згідно з бюджетом;
- на виплату доходу по облігаціях – 735 млн. грн. проти 360 млн. грн.

Таблиця 2.6

Основні макропоказники ринку ОВДП в 1996 році (млн. грн.) [92, с.38]

	На 31.12.95.	На 01.07.96.	На 31.12.96.
Залучення з початку року	288,282	1123,633	3239,174
Залучення з початку ринку	288,282	1411,915	3592,491
Виплати з початку року по погашенню основної суми боргу	89,426	498,876	1625,898
Виплати з початку року по відшкодуванню дисконтів за облігаціями	0,114	24,469	199,745
Виплати з початку року по відшкодуванню процентного доходу по облігаціях	51,306	24,469	484,962
Виплати з початку року (всього)	140,733	657,120	2110,859
Виплати з початку ринку (всього)	140,733	797,852	2251,592
Виплати на наступний рік (погашення)	187,365	344,036	1862,066
Виплати на наступний рік (дисконти)	16,905	65,361	510,324
Виплати на наступний рік (дохід)	65,914	153,069	649,606
Виплати на наступний рік (всього)	253,279	497,105	2511,672
Дохід емітента з початку року	147,550	466,513	1128,315
Дохід емітента з початку ринку	147,550	614,063	1340,899
Дохід бюджету (згідно Мінфіну)	198,856	624,757	1613,276
Різниця між чистою і врахованою Мінфіном сумою доходу	-51,306	-158,244	-484,962
Тривалість боргу, днів	49,40	151,29	116,95
Ціна обслуговування боргу, %	89,67	67,89	74,98
Термін рефінансування, днів	56	64	105

Структура розміщення на первинному ринку держоблігацій емісії 1996 року.

Тип інструмента	Кількість штук	На суму млн.грн.
Купонні облігації номіналом 1000 грн.	635 814	635,814
Купонні облігації номіналом 100 грн.	659 845	65,984
Дисконтні облігації номіналом 100 грн.	31 189 625	3 118,963
Всього		3 820,761

При аналізі ринку держоблігацій особливу увагу слід звернути на придбання цінних паперів уряду безпосередньо Національним банком України, оскільки по суті це є “завуальованою” емісією.

Згідно з положеннями Меморандуму українського уряду перед МВФ на 1996 рік, квота санкціонованої купівлі Національним банком облігацій уряду складала 580 млн. грн. За даними Міністерства фінансів, реальне наповнення цієї квоти на 4 січня 1997 року склало 737 млн. грн., тобто допущене значне

перевищення санкціонованої межі. Отже, використовуючи ринок державних облігацій як новий інструмент кредитування уряду, Національний банк зазвичай наповнював свою квоту, а згодом знову в значній мірі розпродував її іноземним банкам, покриваючи за рахунок отриманої іноземної валюти потреби Мінфіну щодо обслуговування зовнішнього боргу.

До позитивних факторів розвитку ринку ОВДП у 1996 році слід віднести значний розвиток вторинного ринку державних цінних паперів, оскільки лише при купівлі-продажу цінних паперів на вторинному ринку Національний банк може оперативно регулювати обсяг грошової маси в обігу країни. Загальні обсяги операцій на вторинному біржовому і позабіржовому ринках становили 1975,1 млн. грн. [116, с.26].

Протягом 1997 року Національний банк України провів 591 аукціон з первинного розміщення державних облігацій (у попередньому році – 285), реалізовано ОВДП на загальну суму 10,5 млрд. грн. за їх номінальною вартістю (у попередньому році – 3,1 млрд. грн., тобто більш ніж утричі більше). У результаті розміщення державних урядових паперів до бюджету залучено коштів у сумі 8,3 млрд. грн. (додаток Б). На покриття дефіциту бюджету надійшло 4,4 млрд. грн.

Слід відмітити, що дохідність за українськими державними облігація-ми до жовтня 1997 року мала тенденцію до зниження (рис. 2.4), а з жовтня вона знову почала підвищуватись (до 40% і вище). Підвищення дохідності пояснюється частково кризою на світових фінансових ринках (у Південно-Східній Азії). Однак, на нашу думку, відчутнішою причиною є помилкові дії Міністерства фінансів у серпні-вересні 1997 року, спрямовані на значне пониження дохідності державних облігацій, що, в свою чергу, спричинило відплив капіталів нерезидентів з ринку ОВДП. Необхідність здійснювати значні виплати за облігаціями попередніх випусків змусила Міністерство фінансів запровадити в обіг у листопаді облігації з терміном погашення один і два місяці, дохідність за

якими перевищувала 40% річних. Тобто розглядаючи цінову політику запозичень уряду протягом 1997 року, ми бачимо, що всі зусилля Національного банку і Міністерства фінансів щодо пониження дохідності ОВДП у кінці 1997 року були практично на рівні початку цього року.

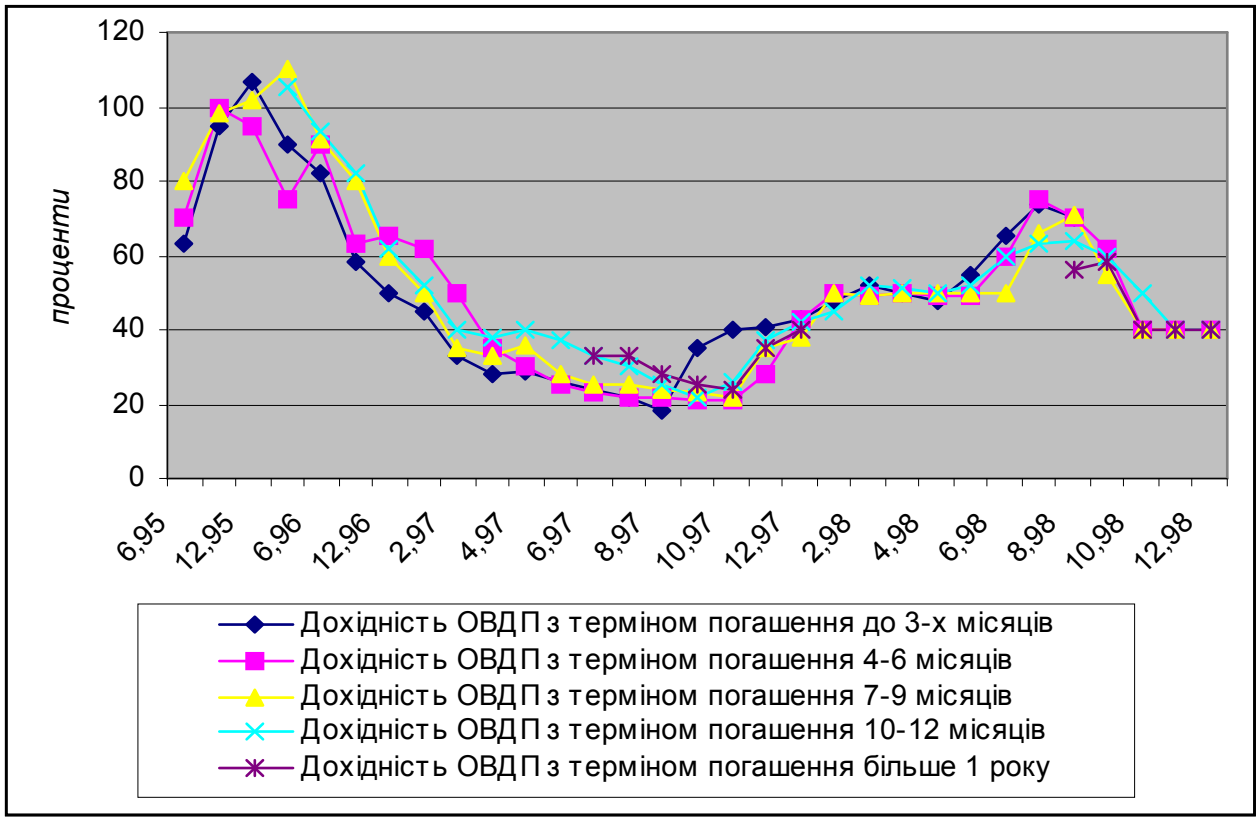


Рис. 2.4. *Дохідність облігацій внутрішньої державної позики протягом 1995-1998 років [100, с.26-27]*

Причина провалу політики зниження процентів за державними облігаціями, на наш погляд, окрім несприятливої ситуації восени на азіатському ринку, полягає перш за все у неузгодженості дій Міністерства фінансів і Національного банку щодо розміщення і обігу ОВДП.

Причиною високих ставок за державними облігаціями є також те, що держава створювала все більший попит на гроші для покриття витрат на раніше розміщені облігації. Ринок диктував у такій ситуації високий рівень процентних ставок – у цьому нема вини НБУ чи комерційних банків. Ситуація відповідала

співвідношенню попиту і пропозиції на гроші. Держава сама розкручувала надлишковий попит, поглинавши кошти за ціною, яку виробники були не в змозі пропонувати банкам. Кредитні ресурси, які мали б дати поштовх економіці, насправді були доступні лише централізованій владі, яка неефективно вела і продовжує вести господарську діяльність.

Протягом 1997 року активніше розвивався вторинний ринок державних цінних паперів. За 1997 рік загальний обсяг операцій вторинного ринку ОВДП, включаючи угоди РЕПО, перевищив 6,1 млрд. грн. (порівняно з минулим роком ці обсяги зросли більш ніж у 3 рази).

Масштабнішому розвитку вторинного ринку перешкоджала непродумана політика уряду щодо оподаткування операцій з цінними паперами на вторинному ринку. Запровадження 30% ставки податку на прибуток за державними облігаціями поставило у нерівноправні умови резидентів і нерезидентів, оскільки переважна більшість нерезидентів зареєстрована в офшорних зонах і не сплачує податок на прибуток.

Помилки, допущені законодавчою владою щодо оподаткування дохо-дів на ринку ОВДП, а також невиважена процентна політика Міністерства фінансів створили умови для виникнення затяжної кризи. Практично з другого півріччя 1997 року втратив ліквідність вторинний ринок ОВДП.

Стан ринку державних цінних паперів у 1998 році показав помилковість дій уряду щодо розвитку “піраміди” державних цінних паперів протягом попередніх років.

Процес відпливу капіталу нерезидентів у 1998 році прискорився. Причина виводу нерезидентами інвестицій пов’язана не лише зі світовою фінансовою кризою, а й з подіями в Україні: виборами до Верховної Ради, припиненням МВФ програми stand-by через перевищення затверджених показників бюджету. Наприклад, за перше півріччя 1998 року уряд виплатив за ОВДП, які знаходились у портфелі нерезидентів, 1,8 млрд. грн. [27, с.31]. Лише 289,1 млн.

грн. було реінвестовано на придбання нових облігацій, а понад 1,5 млрд. грн. конвертувалося у тверду валюту, що чинило значний тиск на гривню.

Протягом практично усього 1 півріччя 1998 року сальдо виплат-погашень було від'ємним, тобто "піраміда" ОВДП вичерпала себе (таблиця 2.7). Виняток становили лише короткострокові ОВДП зі строком погашення у 1998 році, питома вага яких у загальному обсягу продажу перевищує 30%. При цьому основним покупцем урядових цінних паперів залишався лише НБУ (додаток В), спрямувавши близько 50% кредитної емісії 1998 року на придбання ОВДП (див. рис. 2.3).

Таблиця 2.7

Динаміка обсягів розміщення ОВДП у 1 півріччі 1998 року

	Січень	Лютий	Березень	Квітень	Травень	Червень	Липень	Разом за 7 місяців
Залучено коштів до бюджету на ринку, млн. грн.	553,8	712,1	737,2	688,4	474,1	1226,6	803,6	5195,8
Виплати з бюджету (погашення ОВДП), млн. грн.	698,9	594,9	830,8	786,1	713,1	1090,4	947,8	5662,0
Сальдо погашень за ОВДП, млн. грн.	-145,1	117,2	-93,6	-97,7	-239,0	136,2	-144,2	-466,2

Щоб залучити кошти, необхідні для погашення попередніх випусків облігацій, Міністерство фінансів підвищило дохідність державних облігацій. Розміщення короткострокових ОВДП призвело до зростання внутрішнього державного боргу і скорочення строків погашення облігацій, що, у свою чергу, перетворило ринок ОВДП із інструмента фінансування дефіциту бюджету на інструмент, який збільшує його розмір: обслуговування однієї гривні дефіциту

бюджету коштує державі у річному обчисленні 1,5 гривні. На сплату боргів за ОВДП й обслуговування державного боргу уряд витрачав у 1998 році щомісяця понад 1 млрд. грн., що є співмірним сумі податкових надходжень до бюджету.

Таким чином, започаткована урядом близько трьох років тому піраміда ОВДП дуже скоро може поглинути весь державний бюджет. Тобто необхідно кардинально змінити політику фінансування дефіциту бюджету, акцентуючи на залученні зовнішнього довгострокового капіталу і на прямих інвестиціях у виробництво, оскільки уже наступного року виплати за державними облігаціями можуть зрости до 5 млрд. грн. щомісячно (таблиця 2.8).

Таблиця 2.8

Динаміка ринку ОВДП (тис. грн.) [118, с.10]

	1995	1996	1997	1998	
За станом на	01.01.96	01.01.97	01.07.97	01.01.98	26.06.98
Продано за номіналом	293810,0	3719643,7	5791997,7	11258764,5	6171439,1
Одержано коштів від продажу	304160,34	3062992,74	4581235,89	8858066,23	4507348,83
Усього виплачено	140732,49	1935330,75	2424479,93	4838767,33	5139689,32
В тому числі виплачено доходу	51192,49	443455,09	435753,86	928500,37	986151,31

ОВДП як джерело покриття дефіциту бюджету працюватимуть лише у тому випадку, коли співвідношення ВВП/ОВДП буде незначним, а також борг буде тривалим у часі і дешевим. Якщо звернутися до досвіду не лише високорозвинених країн, а й країн, що розвиваються (таблиця 2.9), можна зробити висновок, що жодна країна не залучає настільки дорогі кредитні ресурси й на такий короткий термін.

Незважаючи на недоліки, аналіз ринку державних цінних паперів дозволяє зробити висновок, що для держави ринок цінних паперів повинен стати одним з найважливіших елементів національного ринку позичкових капіталів, ефективним інструментом регулювання грошово-кредитних відносин. Проблема

у тому, що на ринок ОВДП не можна покладатися як на основне джерело доходів держави.

Уряд зацікавлений в організації та регулярному проведенні аукціонів з розміщення державних цінних паперів. Особливої ваги набуває розвиток вторинного ринку державних короткострокових казначейських зобов'я-зань, інших цінних паперів. Розширюватиметься номенклатура державних цінних паперів, випуск їх в обіг з різними характеристиками, строками та умовами погашення.

Таблиця 2.9

Основні характеристики державних облігацій країн, що розвиваються [118, с.10]

Регіон	Країна	Вид облігацій	Купонна ставка	Ціна, % від номіналу	Дохідність, % річних
Латинська Америка	Аргентина	5-річні	6,75	95,62	10,63
	Венесуела	10-річні	6,75	95,75	10,57
Африка	Марокко	12-річні	6,81	94,0	11,98
	Нігерія	23-річні	6,25	75,75	15,2
Східна Європа	Польща	17-річні	4,0	89,12	8,51
	Болгарія	15-річні	2,25	67,50	13,82

Що ж до причин, які на сьогодні протидіють нормальному функціонуванню фондового ринку в Україні, то їх, на жаль, немало. Але головна з них – недостатнє правове поле. Потрібні термінова розробка і прийняття близько десяти законопроектів, які б надали створенню індустрії цінних паперів пріоритетного значення, визначили б чіткі "правила гри" основних суб'єктів фондового ринку. Важливо також забезпечити оперативне надання широкій громадськості інформації про ціни та операції, що проводяться з державними цінними паперами.

Щоб залучити до участі у фондовому ринку фізичних осіб, треба максимально спростити систему придбання державних цінних паперів. Лише

таким чином можна дійти до кінцевого кредитора, в руках якого знаходиться понад 50 процентів грошової маси, тобто до юридичних і фізичних осіб.

При умові створення механізму функціонування фондового ринку таким чином, щоб він дав наповнення бюджету за рахунок юридичних, фізичних осіб, нерезидентів, частково банківської системи, Національний банк України вперше в історії матиме можливість значну частину первинної емісії направити на розвиток не тільки економіки, а й банківської системи.

Отже, розглянувши основні операції Національного банку щодо грошово-кредитного регулювання економіки, варто відзначити, що вплив НБУ на стан фінансового ринку України досить значний, однак не завжди потенціал його інструментарію використовується відповідно до ринкових методів. Запізнення структурних реформ промислового і аграрного секторів економіки нашої держави значно позначається на функціонуванні більш прогресивної фінансової системи (зокрема банківської системи). До того ж постійно присутні такі фактори, як чисто фіскальні інтереси уряду (що обумовлено хронічним дефіцитом державного бюджету України), політична нестабільність, повільні темпи економічних реформ, несприятлива фінансова ситуація на сусідніх фінансових ринках. У цілому це призводить до істотних протиріч у фінансовій сфері економіки, для усунення яких досить ефективно використовує свій інструментарій Національний банк.

Ефективна грошово-кредитна політика центрального банку може створити необхідні умови для досягнення основних цілей економічної політики держави (зростання виробництва, стабільності цін і низького рівня безробіття). Проте у цілому монетарна політика (наскільки б прогресивно і виважено вона не проводилась) не є достатньою умовою для економічного зростання. Чисто монетарними інструментами можна досягнути відносної фінансової стабілізації на досить короткому часовому інтервалі. Для радикальніших змін необхідна

реструктуризація промислового і агропромислового комплексів України, податкової системи, приватизація, розвиток ринкової інфраструктури.

2.2. Валютна політика та її значення щодо забезпечення стабільності національних грошей

Валютна політика є важливою складовою фінансової політики держа-ви. Будучи формою прояву грошової політики, вона справляє безпосеред-ній вплив на такий важливий агрегатний компонент економіки країни як платіжний баланс, а через нього – на курс національної грошової одиниці.

Забезпечення стабільності національних грошей (що є основним завданням НБУ) та їх реальної ціни неможливе без відповідної валютної політики. Тому на початку 1993 року уряд прийняв Декрет “Про систему валютного регулювання і валютного контролю”, в якому визначив Національний банк головним валютним органом держави.

Виходячи з інтересів держави у забезпеченні стабільності економічного розвитку суспільства, а не з інтересів окремих суб’єктів та соціальних груп, керуючись основними принципами грошово-кредитної політики щодо зміцнення грошової системи, Національний банк України здійснює валютну політику таким чином, щоб вона найбільш визначено сприяла досягненню економічних цілей держави.

До компетенції Національного банку у сфері валютного регулювання входить:

1) видання нормативних актів щодо ведення валютних операцій;

2) видача та відкликання ліцензій, здійснення контролю за діяльністю банків та інших установ, що виконують операції з валютними цінностями;

3) встановлення лімітів відкритої валютної позиції для банків та інших установ, що купують та продають валюту;

4) встановлення курсу грошової одиниці України відносно іноземних валют та порядку його застосування.

Національний банк України визначає структуру валютного ринку України та організує торгівлю валютними цінностями на ньому відповідно до законодавства про валютне регулювання.

Валютну політику Національний банк здійснює у загальному контексті єдиної державної грошово-кредитної політики з визначенням курсової політики, яка є складовою частиною політики фінансової стабілізації.

Основними завданнями Національного банку України щодо валютної політики є:

⇒ забезпечення внутрішньої та зовнішньої стабільності гривні;

⇒ забезпечення процесу дедоларизації української економіки шляхом підвищення привабливості гривневих активів порівняно з вкладеннями в активи у іноземній валюті;

⇒ забезпечення золотовалютних резервів у обсязі не менше, ніж фінансування імпорту протягом двох місяців;

⇒ забезпечення ефективного функціонування національної валютної системи через збалансованість платіжного балансу, гармонізацію інтересів експортерів та імпортерів;

⇒ здійснення поточного регулювання системи валютних обмежень та економічних нормативів;

⇒ вдосконалення структури внутрішнього валютного ринку з урахуванням міжнародної практики та запровадження нових видів міжнародних розрахунків;

$\Rightarrow$ створення сприятливих умов для вкладення коштів резидентами і нерезидентами України в національну економіку.

Упродовж років незалежності валютна політика України характеризується певною непослідовністю і суперечливістю. У 1992 році в Україні встановилася множинність валютних курсів. У серпні-листопаді 1993 року був запроваджений "фіксований" валютний курс карбованця. Протягом грудня 1993 року-вересня 1994 року – період "регульованого" курсу карбованця. З жовтня 1994 року по липень 1995 року був період "зближення" валютних курсів. І лише у кінці 1995 - на початку 1996 років була досягнута відповідна стабільність валютного курсу. До того ж, остаточно сформувався механізм ринкового його утворення.

Реальне становлення валютного ринку в Україні відбулось лише у 1995 році. Про якісні зміни економічних відносин у цій галузі свідчать дані про обсяги операцій на валютній біржі країни (додаток Д).

Наприклад, протягом 1993 року на Українській міжбанківській валютній біржі, яка є індикатором валютного ринку України, було продано 729 млн. доларів США. Із 5 листопада 1993 року у зв'язку з введенням фіксованого курсу гривні торги валютою на УМВБ було припинено. Однак політика фіксованого курсу призвела до зниження ефективності експорту з оплатою в іноземній валюті і збільшення частки бартерних операцій, зменшення надходжень валюти на внутрішній ринок, зростання зовнішнього боргу та значного відпливу капіталу за кордон. За експертними оцінками, в період дії фіксованого курсу з України було вивезено 2,5 - 3,5 млрд. доларів [17, с.31].

УМВБ цілковито поновила свою діяльність і стала працювати у режимі, що діяв до припинення торгів лише з жовтня 1994 року, тому обсяг продажу доларів США склав протягом 1994 року лише 359 млн. доларів. Обмінний курс встановлювався за принципом попиту і пропозиції. Проводячи політику керовано-плаваючого курсу національної грошової одиниці, Національний банк шляхом валютних інтервенцій підтримував відносну стабільність карбованця і

стримував надмірний інфляційний тиск, коли несподівано підвищувався попит на іноземну валюту. Практику множинних курсів у країні було витіснено застосуванням єдиного обмінного курсу. Лібералізація валютного ринку привела до істотного збільшення обсягу останнього у 1995 році. Обсяг продажу доларів США у 1995 році становив понад 3 млрд. доларів, зрісши порівняно з 1994 роком більш як у 8 разів.

Угоди з купівлі-продажу безготівкової іноземної валюти на внутрішньому ринку України до 1995 року укладалися лише на біржовому ринку. Однак з розвитком банківської системи і лібералізацією валютної торгівлі з'явився ще один сегмент валютного ринку – міжбанківський ринок, де угоди укладалися безпосередньо між банками, уповноваженими здійснювати валютні операції. Протягом травня-грудня 1995 року обсяг продажу на міжбанківському валютному ринку становив близько 3 млрд. доларів США, тобто вже з часу виникнення міжбанківський ринок зайняв істотне місце у структурі валютного ринку України (додаток Е).

Біржовий та позабіржовий валютні ринки – взаємопов'язані елементи. Біржовий ринок діє за формалізованими і твердо затвердженими правилами: всі основні параметри угод фіксуються офіційною статистикою, тобто інформація є повною і достовірною. Умови угод на позабіржовому ринку є комерційною таємницею, і тому про діяльність цього сегмента валютного ринку можна судити лише за експертними оцінками.

Співвідношення між біржовим та позабіржовим ринками протягом останніх років істотно змінилося на користь міжбанківського валютного ринку. На першому етапі розвитку валютного ринку (1993-1995 роки) більшість операцій здійснювала УМВБ: її частка у загальному обсязі операцій валютного ринку становила майже 100% (без урахування обсягів продажу готівки). Із появою позабіржового ринку роль біржової торгівлі валютою стала швидко зменшуватись. У 1995 році обсяг угод на Українській міжбанківській валютній

біржі знизився до 38,92%, у 1996 – до 10,91%, а в 1997 році – до 9,29% (додаток Ж). Збільшення обсягів міжбанківського валютного ринку є позитивним фактором, оскільки це наближає український валютний ринок до світових стандартів, де левова частка операцій із валютою також відбувається на позабіржовому ринкові.

Валютний ринок протягом 1996-1997 років розвивався швидкими темпами. Загальний обсяг операцій у 1996 році становив 17 млрд. доларів (у 1995 році – 8 млрд. доларів), зрісши порівняно з 1995 роком більш як у два рази. Обсяги операцій на валютному ринку за 1997 рік становили понад 32 мільярди доларів США, подвоївшись порівняно з попереднім роком. Рівень капіталізації інших сегментів українського фінансового ринку значно нижчий (наприклад, рівень капіталізації фондового ринку у 1997 році становив 4 млрд. доларів США).

Національний банк України, жорстко регулюючи ринок гривні і допускаючи при цьому інколи не цілком виважені рішення, приклав немало сил для становлення валютного ринку в Україні. Протягом останніх років (1996-1 півріччя 1998 року) темпи девальвації гривні були значно нижчими за темпи зростання споживчих цін. Це пов’язано з тим, що Національний банк протягом даного періоду проводив політику стабілізації курсу національних грошей. Ця політика полягала у стримуванні значних курсових коливань шляхом здійснення валютних інтервенцій, які НБУ здійснював за рахунок валютних резервів. Коливання курсу української грошової одиниці обмежувалося “валютним коридором”. Офіційний курс гривні щодо долара щоденно визначався за результатами торгів на УМВБ.

Приєднання України у 1997 році до VIII статті Статуту МВФ вимагало зняття обмежень на проведення валютних операцій, що обслуговують торговельний баланс держави. У зв’язку з цим було скасовано обов’язковий 50-процентний продаж валюти, що надходить на рахунки експортерів.

Аналізуючи валютну політику Національного банку останніх років, слід зазначити, що курс національної грошової одиниці встановлювався не на основі платіжного балансу держави, а швидше на основі цілої низки інших факторів, серед яких основними є [177, с.5]:

- легалізація тіньового експорту;
- мобілізація експортерами внутрішніх резервів;
- освоєння експортерами світових ринків;
- швидке збільшення внутрішніх неплатежів;
- скорочення внутрішнього споживання;
- бюджетно-фіскальна політика (використання неінфляційних джерел фінансування дефіциту бюджету);
- надмірна протекціоністська політика щодо "захисту вітчизняного товаровиробника".

На наш погляд, найважливішою причиною стабільності номінального курсу гривні протягом 1996-1997 років, його постійної ревальвації у реальному вираженні (з огляду на темпи інфляції у країні)[2], а у деякі періоди й номінальної ревальвації щодо курсу долара США (II-III квартали 1996 року) була *бюджетно-фіскальна політика* уряду, яка полягала у активному використанні неінфляційних джерел фінансування дефіциту державного бюджету (облігацій внутрішньої державної позики). На фінансування дефіциту зведеного бюджету України у 1995 році за рахунок внутрішніх державних позик було залучено 1571,1 млн. грн., завдяки чому профінансовано 43,4% дефіциту. Відносно грошової маси М3 (9363 млн. грн.) цей обсяг вилучень досить значний (16,8%). Вилучення з товарно-грошового обігу 1571,1 млн. грн. означало зменшення фінансування діяльності суб'єктів економіки. Одночасно зменшився тиск

[2] Протягом 1996 року номінальний курс національної грошової одиниці щодо іноземних валют знизився на 5,5%. Інфляція у 1996 році становила 39,7%. Таким чином, реальне значення валютного курсу національної грошової одиниці підвищилося на 34,2%.

пропозиції гривні на валютний ринок. Отже, фінансування дефіциту бюджету через продаж ОВДП сприяє ревальвації гривні.

Впродовж 1992-1996 років Національний банк України та комерційні банки за рахунок кредитів фінансували дефіцит бюджету у сумі 5730,3 млн. грн. Названі обсяги кредитування склали 61,2% від грошової маси на кінець 1996 року. Однак фінансування урядових структур усіх рівнів не є використанням грошей у категорії капіталу, тобто з відволіканням коштів із реальної економіки об'єктивно знижувалися можливості мультиплікації грошей та їх подальшого виходу на валютний ринок. Це також один із факторів реальної ревальвації національної грошової одиниці.

Стабілізацію курсу гривні посилювали також кошти нерезидентів, спрямовані на ринок державних цінних паперів. Наприклад, упродовж I півріччя 1997 року Національний банк України проводив на валютному ринку інтервенції, викуповуючи валюту нерезидентів, не допускаючи тим самим значного підвищення курсу гривні. Приплив іноземного капіталу стимулювала макроекономічна стабілізація, досягнута у 1996 році. Послідовна політика Національного банку, спрямована на зміцнення національної валюти, а також успішно проведена грошова реформа зробили дуже привабливим фінансовий ринок України і особливо такий його сегмент, як ринок державних цінних паперів.

З виникненням міжнародної фінансової кризи почався відплив капіталу з ринків, що розвиваються, у тому числі й з українського. Це спричинило до зростання попиту на іноземну валюту, що, у свою чергу, призвело до девальвації курсу гривні у кінці 1997 року. Уряд був змушений розширити у 1998 році межі курсового коридору до 1,80-2,25 грн./дол.

Присутність спекулятивного іноземного капіталу на валютному ринку України і його рух має як позитивні, так і негативні наслідки. До позитивних моментів можна віднести подальше зростання ємності валютного ринку і зміну

його структури. За першу половину 1998 року загальний обсяг продажу валюти (без урахування німецької марки і російського рубля) перевищив 17 млрд. доларів. Приріст обсягів продажу на валютному ринку у 1998 році досягнув близько 4 млрд. доларів (близько 27% від цієї суми становлять інтервенції НБУ, а понад 3 млрд. доларів – чистий приріст обсягів).

Відбулася в сторону покращення зміна структури валютного ринку внаслідок зростання питомої ваги міжбанківського ринку в загальних обсягах продажу. У кінці 1 півріччя 1998 року його частка перевищувала 60 процентів. Частка біржового ринку та ринку готівкового продажу дещо зменшилася.

Негативним результатом присутності іноземного капіталу на українському ринку є зміна співвідношення попиту і пропозиції на біржовому валютному ринку. Якщо у першому півріччі 1997 року пропозиція валюти на УМВБ перевищувала попит більш як удвічі, то у 1998 році тенденція змінилася на протилежну: попит на валюту перевищував пропозицію у 8 разів.

Окрім того, відплив капіталів нерезидентів і, як наслідок, девальвація курсу гривні призвели до збільшення обсягів продажу готівкової валюти, яка поки що залишається основним засобом зберігання коштів населення від девальвації національних грошей. Значний рівень доларизації української економіки (34% на початок 1997 року) свідчить про недовіру населення до національної валюти, а також про значні обсяги тіньового сектору в економіці.

Для запобігання сплеску спекулятивних тенденцій, Національний банк України у 1998 році використовував не лише економічні важелі, пов’язані із зміною ставки рефінансування, а й суто адміністративні, посилюючи контроль за діяльністю банківських установ на валютному ринку. До них можна віднести такі заходи:

- обмеження курсових коливань між біржовим та позабіржовим ринками до 0,3%;
- купівля валюти на біржовому ринку лише за клієнтськими заявками;

- контроль за діяльністю банків на міжбанківському ринку (щоденна звітність комерційних банків щодо операцій з купівлі-продажу валюти);

- зміна нормативів загальної валютної позиції[3] – замість попередніх валютних нормативів, визначених Інструкцією НБУ № 10, Національний банк запровадив чотири оновлених нормативи відкритої валютної позиції: норматив загальної відкритої позиції; норматив відкритої валютної позиції у вільно конвертованій валюті; норматив відкритої валютної позиції у неконвертованій валюті; норматив відкритої валютної позиції у всіх банківських металах.

Встановлюючи нормативи відкритої валютної позиції, НБУ мав на меті, з одного боку, надати можливість банкам працювати з валютою і мати відповідні валютні накопичення, а з другого – убезпечити комерційні банки від надмірних ризиків щодо валюти і зберегти стабільність на ринку.

Кризові явища, які спостерігалися в Азії з осені 1997 року, а також недавня криза в Росії істотно вплинули на грошові потоки з розвинутих країн на ринки країн, що розвиваються, і довели їх до депресивного стану. Платіжний баланс України також зазнав значного тиску в зв’язку з виходом нерезидентів із ринку ОВДП, що примусило втрутитись Національний банк й обумовило підвищення процентних ставок.

З метою захисту українського фінансового ринку уряд та Національний банк вжили низку антикризових заходів (додаток З), зокрема змінили межі валютного коридору (з 1,8-2,25 до 2,5-3,5 грн. за долар США), запровадили обов’язковий 50%-ний продаж на УМВБ валютних надходжень від експортних операцій, встановили жорсткий контроль з боку НБУ за купівлею іноземної валюти на УМВБ, зменшили маржу на продаж іноземної валюти (з 10 до 5 процентів від поточного офіційного курсу НБУ) тощо. Завдяки адміністративним діям уряду і НБУ (які мали тимчасовий характер) валютний

[3] Згідно з новим порядком, у 1998 році були встановлені такі нормативи загальної відкритої позиції: до 1 липня 1998 року— у межах 40% від капіталу, з 1 липня до 1 жовтня — 30%, з 1 жовтня 20%; щодо вільно

курс гривні після девальвації у вересні 1998 року на 51% на початку жовтня стабілізувався.

Відмова Національного банку від утримання курсу в раніше встанов-лених межах (1,8-2,25 грн./долар США), на наш погляд, цілком виправдана, оскільки "в умовах фінансової кризи коливання обмінного курсу національ-ної валюти є настільки значними, що її захист обертається величезними фінансовими втратами" (П. Сігельбаум). Запровадження жорстких адміністративних заходів дало змогу утримати курс від значних коливань, виключивши можливість проведення арбітражних операцій і обмеживши попит на імпорт фактичними обсягами пропозиції на УМВБ, вагому частку яких становить 50%-ний обов'язковий продаж надходжень експортерів.

Жорсткі адміністративні заходи Національного банку щодо валютного регулювання не мали життєздатної альтернативи. Наприклад, у Росії відмова центрального банку від регулювання курсу спричинила, окрім значної девальвації, до різких перепадів курсу, що призвело до панічних настроїв, інфляції, товарного дефіциту, банкрутств банків, значних перебоїв у платіжній системі, зниженню виробництва тощо. Іншими прикладами реалізації невиваженої політики щодо режиму курсоутворення є Індонезія, Бразилія, Мексика та ряд інших країн.

При виборі режиму курсоутворення країни з перехідною економікою використовують різні підходи (додаток И). В економічній теорії, як відомо, є два основних типи режимів курсу національної валюти: фіксований та плаваючий. Нині існує кілька типів фіксації курсу: прив'язка його до кошика валют; прив'язка до однієї валюти; поступова девальвація курсу в межах валютного коридору тощо.

Політика курсоутворення Національного банку за часу його діяльності побудована в основному на встановленні фіксованого курсу національної

конвертованої валюти (для тих же періодів часу) — 20, 15, 10%; щодо "м'яких" валют — 10, 5, 5%; щодо банківських металів — 10%.

грошової одиниці у різних його типах. У 1993-1994 роках фіксований курс передбачав жорсткі обмеження на валютному ринку і був нереальним. Реальний курс встановлювався на “чорному ринку”, перевищуючи офіційний у 3-4 рази. Орієнтація політики курсоутворення НБУ на підтримання валютного коридору сформувала механізм ринкового встановлення курсу національної валюти.

Сьогодні Національний банк України відіграє значну роль в організації валютного ринку та визначенні порядку проведення валютних операцій. Головним інструментом формування ефективного валютного курсу протягом 1996-1998 років залишалися валютні інтервенції, які здійснював НБУ. Інтервенції Національного банку варто розглядати лише як короткостроковий захід для врівноваження тимчасового дисбалансу між попитом і пропозицією, оскільки у тривалішому періоді вони викривлюють співвідношення попиту і пропозиції, обумовлені реальними економічними процесами. Наприклад, обсяги валютних інтервенцій НБУ за перше півріччя 1998 року становили близько 1,2 млрд. доларів США при загальному обсязі торгів 1,45 млрд. доларів (рис. 2.5). Тобто інтервенції Національного банку склали близько 80% усього обороту валюти на УМВБ. За відсутністю реальних реформ та позитивних змін на фінансовому ринку інтервенції центрального банку були чи не єдиною можливістю запобігти валютній кризі.

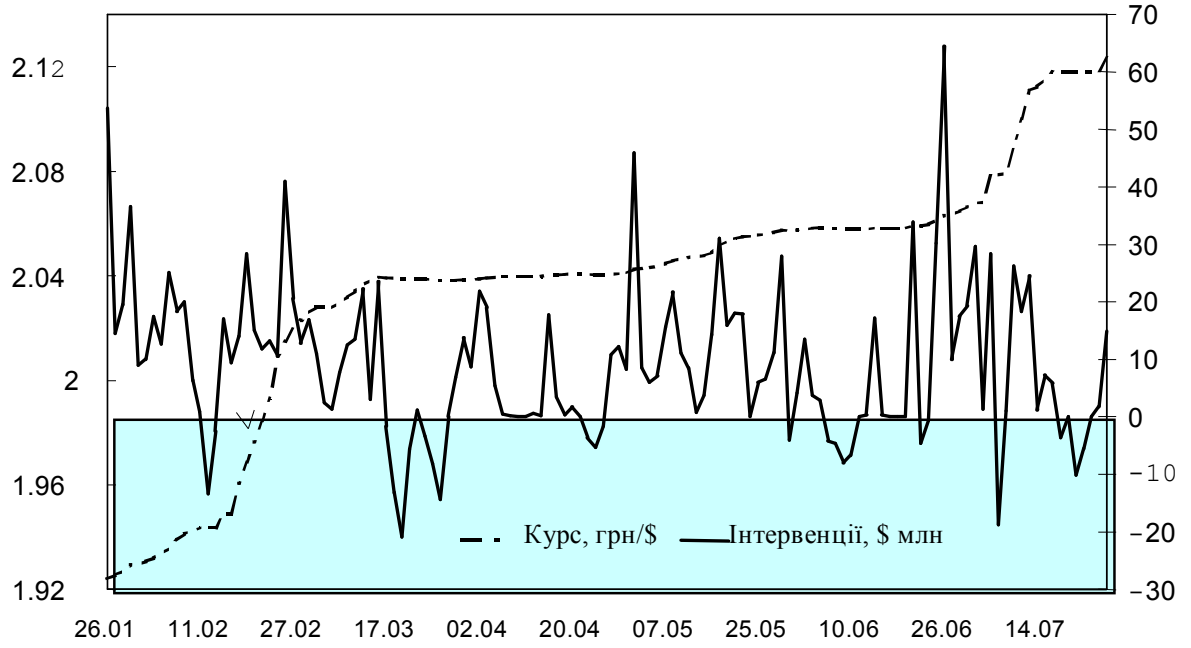


Рис. 2.5. *Інтервенції НБУ на УМВБ у 1998 році [82, с.21]*

При цьому протягом 1 півріччя 1998 року інтервенції Національного банку (а також погашення державних позик) зумовили значне зниження валютних резервів (рис. 2.6). До того ж необхідно враховувати, що протягом вищезгаданого періоду Україна отримала зовнішні позики (див. рис. 2.7), які надали НБУ додаткові валютні ресурси, необхідні для підтримки політики слабкої девальвації.

Водночас підтримка стабільності гривні за рахунок не надто великих валютних резервів може мати лише короткотерміновий характер і зможе перерости у дійсну стабільність лише за умови успішного виконання урядом узгодженої з МВФ програми реформ. Відновлення співпраці з міжнародними фінансовими організаціями та приватними інвесторами дало змогу втримати чисті міжнародні резерви НБУ на кінець 1998 року на рівні $ 941 млн.

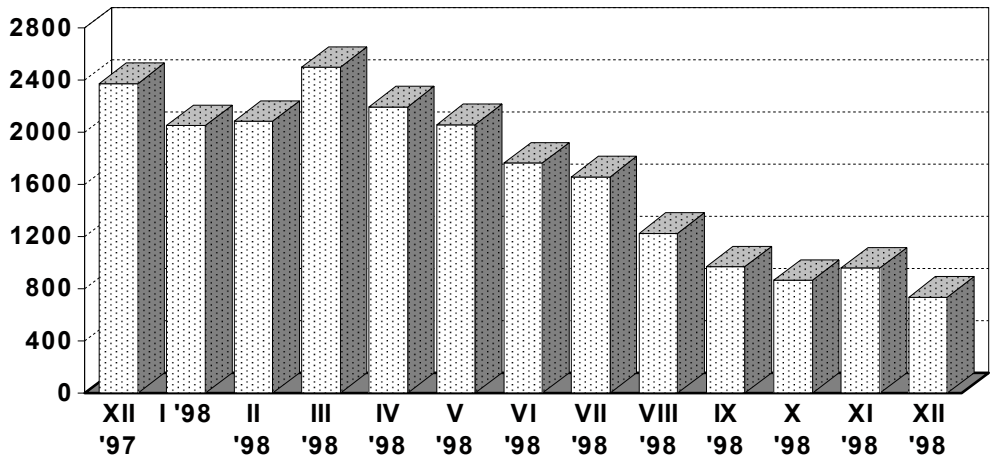
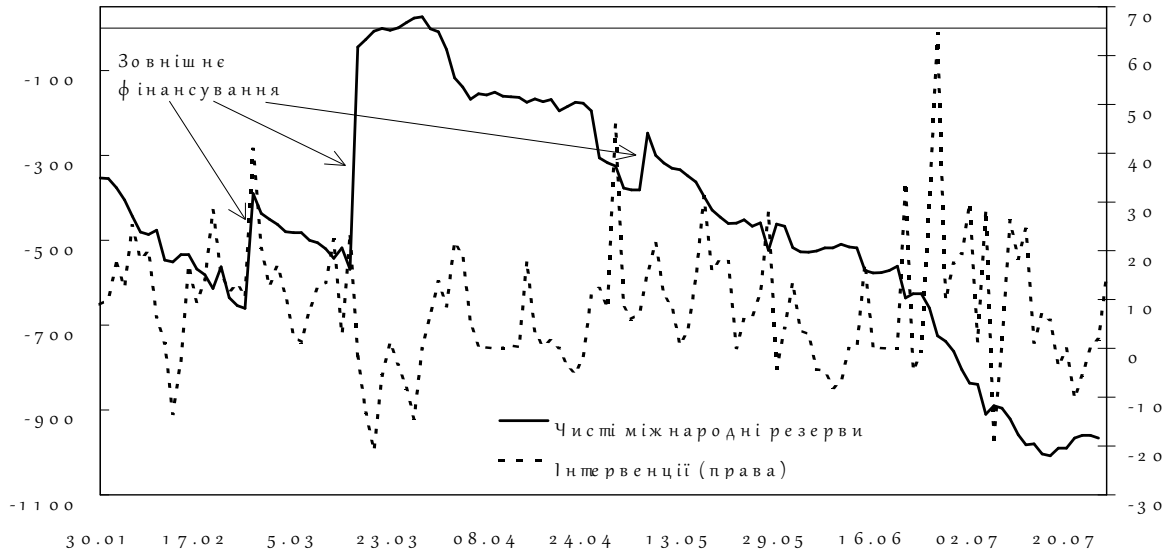


Рис. 2.6. *Валові міжнародні резерви НБУ [42, с.129]*

(на кінець періоду, млн. доларів США)



Негативні інтервенції означають купівлю НБУ доларів

Рис. 2.7. *Інтервенції НБУ на УМВБ та чисті міжнародні резерви НБУ, 1998 рік, млн. доларів США [82, с.22]*

На наш погляд, враховуючи світовий досвід у галузі курсоутворення, фіксований курс гривні у межах валютного коридору був чи не найоптимальнішим режимом курсоутворення протягом 1995-1998 років. Однак

у подальшому, зважаючи на значні негативні тенденції на світових фінансових ринках і непрогнозованість майбутньої ситуації в Україні, ефективнішим режимом курсоутворення був би режим керованого плаваючого курсу, при якому центральний банк проводить інтервенції, але лише з метою підтримання рівноваги і недопущення значних курсових коливань. Необхідність відміни валютного коридору не є вкрай назрілою, проте підтримання курсу в рамках коридору сприяє здійсненню спекулятивних операцій, що призводить до значного витрачання резервів центрального банку.

Можливим варіантом курсоутворення в Україні є впровадження "Валютної ради" (Currency Board), що передбачає здійснення жорсткого регулювання грошової пропозиції та руху валюти (див. додаток И). При цьому необхідно дотримувати наступних вимог:

- необхідне повне покриття грошової бази резервами центрального банку (у випадку України це близько 2,3 млрд. доларів США, яких на сьогодні немає);
- встановлення жорсткого обмінного курсу, що призведе до неможливості пом'якшення адаптаційних процесів у реальній економіці внаслідок коливань обмінного курсу;
- неможливість надання Національним банком кредитів державі, що веде до посилення бюджетної дисципліни, оскільки лише ринкові умови визначатимуть обсяг профінансованого бюджетного дефіциту;
- ефективність "валютної ради" досягається лише у випадку довіри в країні та за її межами до механізму жорсткого обмінного курсу і механізму резервів.

З наведених вище вимог можна зробити висновок, що впровадження "валютної ради" вимагає високого рівня політичної консолідації не тільки вищих органів влади, а й суспільства у цілому та повинне спиратися на радикальне і швидке реформування економіки. Останні дві умови навряд чи є реальними для поточної ситуації в нашій державі.

Отже, на сучасному етапі розвитку ринкових сил в Україні, на наш погляд, найоптимальнішим режимом курсоутворення є режим керованого плаваючого курсу.

2.3. Національний банк України як організатор грошового обороту в державі

В умовах товарного виробництва і ринкових відносин кругооборот капіталу здійснюється у грошовій формі. Це означає, що він починається (*Г-Т*) і завершується (*Т-Г*) за допомогою грошей. Гроші, будучи продуктом товарного виробництва, опосередковують економічні зв'язки між підприємствами, забезпечують облік матеріальних і трудових витрат, виконують роль загального вартісного еквівалента.

Таким чином, *грошовий оборот* являє собою безперервний рух грошових знаків у процесі виробництва, розподілу, обміну й споживання національного продукту, який здійснюється шляхом безготівкових розрахунків та через обіг готівки. З кількісної точки зору грошовий оборот – це сукупність усіх грошових платежів і розрахунків, що відбуваються у народному господарстві.

Грошовий оборот складається з окремих каналів руху грошей між: центральним банком і комерційними банками; центральним банком і державою; комерційними банками; підприємствами й організаціями; банками і підприємствами й організаціями; банками та населенням; державою, населенням і підприємствами; підприємствами, організаціями та населенням; фізичними особами; банками і фінансовими інститутами різноманітного призначення.

По кожному з наведених вище каналів гроші здійснюють зустрічний рух, тобто товарні потоки закономірно створюють зустрічний рух грошових коштів – як у національній, так і в іноземній валюті (рис. 2.8).

Рис. 2.8. *Модель грошового обороту*

Центральний банк як організатор грошового обороту в країні є вихідним і кінцевим пунктом моделі грошового обороту, оскільки він – єдиний емісійний центр держави. У вузькому розумінні під емісійною діяльністю центрального банку розуміють випуск в обіг лише готівки, проте у ширшому розумінні емісійна діяльність означає поповнення грошового обігу усіма видами грошових коштів, що обумовлює збільшення сукупного грошового обороту. Наповнення економіки грошовими коштами центральний банк здійснює через комерційні банки, які є основною ланкою моделі грошового обороту – через комерційні банки здійснюється кругооборот готівки і безготівкових платежів.

Структуру грошового обороту можна визначити за різними ознаками. Найпоширенішою з них є класифікація грошового обороту залежно від форми функціонуючих у ньому грошей. За цією ознакою грошовий оборот поділяється на *безготівковий* і *готівковий* обороти.

Готівка, як правило, використовується при утворенні доходів населення (виплата заробітної плати, пенсій, стипендій) і витрачанні доходів населення (купівля товарів і послуг у роздрібній торгівлі тощо). У сфері безготівкового обороту рух грошей здійснюється у вигляді перерахування сум через рахунки в банках.

Сьогодні обіг готівки у розвинених країнах відіграє незначну роль – практично в усіх цих країнах маса готівки не перевищує 5-10% обсягу сукупного грошового обороту. Збереження готівки в обігу за умов високо-го рівня розвитку безготівкових розрахунків пояснюється намаганням населення вивести свої грошові доходи з-під контролю податкових органів.

У всіх розвинутих країнах канали обігу готівки і безготівкової грошової маси утворюють єдине ціле. Постійно відбувається перетворення грошей з безготівкової форми у готівку і навпаки.

Якісна характеристика сукупного грошового обороту відображається у грошових агрегатах, що є показниками обсягу і структури грошової маси.

Маса грошей в обігу – це загальна сума залишків грошей у всіх їх формах, які знаходяться у розпорядженні суб'єктів економіки.

Зміна маси грошей, що циркулює в економічній системі, може суттєво вплинути на реальний випуск продукту, рівень цін, зайнятість тощо. Оскільки контроль за кількістю грошей надзвичайно важливий для економічної стабільності, необхідно володіти адекватними можливостями для вимірювання грошової маси. В умовах розвинутих ринкових відносин визначення кількості грошей – надзвичайно складне завдання. Це пояснюється тим, що в сучасній економіці різні види активів одночасно тією чи іншою мірою виконують усі

основні функції грошей (засіб обігу, міра вартості, засіб нагромадження). Тобто немає вагомих підстав для того, щоб провести чітку межу між власне грішми та іншими ліквідними активами.

Залежно від можливості одночасного використання різноманітних видів грошових коштів розрізняють кілька агрегатів грошової маси**.** Розмежування грошових агрегатів відбувається виходячи з міри їх ліквідності, тобто можливості швидкої, з найменшими ризиками і затратами конверсії різних форм вкладів і заощаджень у засоби, що швидко реалізуються. У загальному вигляді грошові агрегати різних країн при деяких їх відмінностях можна звести до наступних:

⇒ Перший грошовий агрегат, який протягом багатьох років відіграє роль домінуючого вимірника грошової маси, акцентує увагу на функції грошей як засобу обігу. У промислово розвинутих країнах майже всі обмінні операції здійснюються за допомогою двох високоліквідних активів – готівки і трансакційних депозитів (вклади до запитання, дорожні чеки та інші чекові депозити). Сума готівки і вкладів до запитання позначається терміном **параметр М1**.

⇒ До другого грошового агрегату входять строкові і ощадні вклади у комерційних банках. Цей агрегат грунтується на здатності грошей бути ліквідним засобом нагромадження купівельної спроможності. Він охоплює ряд активів, які мають фіксовану номінальну вартість і здатні перетворюватися на готівку або трансакційні депозити для здійснення відповідних платежів. Однак здебільшого ці активи не можуть безпосередньо переводитися від однієї особи до іншої, тобто їх ліквідність менша порівняно з агрегатом М1.

У сукупності з готівкою і трансакційними депозитами ці активи являють собою **параметр М2**.

⇒ Крім активів, що входять до параметра М2, існують й інші дещо менш ліквідні активи: депозитні сертифікати, строкові угоди про зворотний викуп і

термінові позики в євродоларах, акції взаємних фондів грошового ринку тощо. Грошовий параметр, що включає в себе М2, а також перелічені вище активи, називається **параметром М3**. Однак активами, що включаються до параметра М3, не вичерпується перелік усіх ліквідних активів. Певні види цінних паперів, такі як банківські акцепти, комерційні папери, короткострокові цінні папери і облігації державних скарбниць, також вважаються досить ліквідними. Найширшим з усіх використову-ваних на сьогодні грошових агрегатів, що охоплює суму цих активів і параметр М3, є **параметр М4** (чи **L** – у США).

Національний банк України, починаючи з 1993 року, визначає такі агрегати:

М0 – готівка в обігу (банківські білети та розмінна монета, які знаходяться поза банківською системою);

М1 – М0 + залишки грошових вкладів на банківських рахунках до запитання;

М2 – М1 + залишки грошових вкладів на банківських строкових рахунках;

М3 – М2 + кошти клієнтів за трастовими операціями банків.

Окрім того Національний банк визначає показник, що називається *“грошовою базою”*, який широко використовується при визначенні потенційних можливостей розвитку емісійного процесу і відповідно до нього – динаміки прогнозування грошової маси. За змістом ***грошова база*** – це об’єднавчий показник резервних грошей банківської системи країни, який через ефект кредитного мультиплікатора формує загальну масу грошей, що знаходяться в обігу.

Таким чином, регулювання Національним банком України грошової бази через регулювання грошової маси є основою організації грошового обороту в країні.

Грошова база включає готівку, що знаходиться в обігу поза банківською системою (М0), готівку в касах банків та резерви комерційних банків на їх

рахунках у Національному банку. Ці гроші не беруть участь у кредитному банківському обороті і додатково не збільшують масу грошей в обігу, а тільки є базою для її зростання.

У практиці управління грошовим обігом кожний агрегат має певне призначення, а разом вони дають цілісну картину структури та динаміки грошової маси і грошового обігу.

Гроші не існують самі по собі – вони обслуговують потреби економіки і тому повинні за своєю кількісною масою і структурою бути адекватні їй. Кількість грошей повинна бути достатньою для нормального кругообороту продуктів і доходів. Як надлишок, так і нестача грошей створюють значні проблеми і ускладнення для здійснення грошового обороту.

Розмір грошової маси, що необхідна для обслуговування господар-ського обороту, залежить від багатьох факторів, причинно-наслідковий зв'язок між якими встановив ще К. Маркс, сформулювавши *закон грошового обігу*: кількість грошей, необхідна для обігу, змінюється прямо пропорційно до суми цін товарів (в тому числі проданих у кредит; а також платежів, що наступили за винятком зобов'язань, які взаємопогашаються), і обернено пропорційно від швидкості обігу грошей.

Закон був сформульований в умовах металічного стандарту, коли грошова маса стихійно пристосовувалась до обсягу товарообороту. З відходом від золотого стандарту автоматичний механізм пристосування перестав діяти. Це викликало необхідність виявлення нових факторів, що враховуються при визначенні кількості грошей, необхідних для обслуговування господарського обороту.

В умовах обігу нерозмінних на золото банкнот функцію попиту на гроші можна записати таким чином:

$$Y = F\,(A1;\ A2;\ A3;\ A4;\ A5;\ A6\ \ldots\ An), \qquad (2.3)$$

де А1 – валовий внутрішній продукт; А2 – швидкість обігу грошей; А3 – процентні ставки за депозитами; А4 – рівень цін; А5 – коефіцієнт стійкості господарства; А6 – якісні характеристики економічного розвитку країни тощо.

На основі наведеної вище формули можна визначити потребу господарського обороту в окремих компонентах грошової маси.

Надходження грошей в оборот (пропозиція грошей) – складна результуюча величина, що відображає поведінку комерційних банків, нефінансової сфери, міністерства фінансів, зовнішнього сектору, а також центрального банку. Тобто пропозиція грошей відбувається під впливом наступних факторів: рівень грошових доходів населення (В1); дефіцит (актив) державного бюджету (В2); співвідношення готівки і безготівкового компонента в сукупному грошовому обороті (В3); обсяг реальних кредитних ресурсів (В4); питома вага імпорту в ВВП (В5) тощо.

З урахуванням усіх перелічених факторів функцію пропозиції грошей можна записати наступною залежністю:

$$Y1 = F(B1; B2; B3; B4; B5 \dots Bn). \qquad (2.4)$$

Найпростішу функцію пропозиції грошей можна зобразити у формі грошового мультиплікатора:

$$M = n * B, \qquad (2.5)$$

де М – грошова маса; n – мультиплікатор; В – грошова база.

У свою чергу, елементи, що формують грошову базу, можна представити формулою:

$$B = R + Rn + C, \qquad (2.6)$$

де R – сума обов’язкових резервів; Rn – наднормативні резерви; С – готівка в обігу.

На рисунку 2.9 зображено узагальнену схему, яка дає уявлення про взаємодію чинників, що впливають на формування грошової маси (пропозицію грошей) з боку банківської системи.

У верхній частині рисунка зображено чинники, що впливають на формування грошової бази, від якої залежить величина наднормативних резервів і відповідно до цього грошової маси. Зростання грошової маси може здійснюватися за рахунок наступних чинників:

- *зростання зобов'язань комерційних банків за кредитами, наданими центральним банком*. Найпоширенішою формою такого кредитування у розвинутих країнах є здійснення рефінансування комерційних банків через переоблік вексельних зобов'язань банківських установ. Наслідком здійснення такої форми рефінансування є зростання рівня грошових резервів. Можуть використовуватися й інші форми кредитування фінансової діяльності комерційних банків, які безпосередньо впливають на розширення їх емісійного потенціалу;

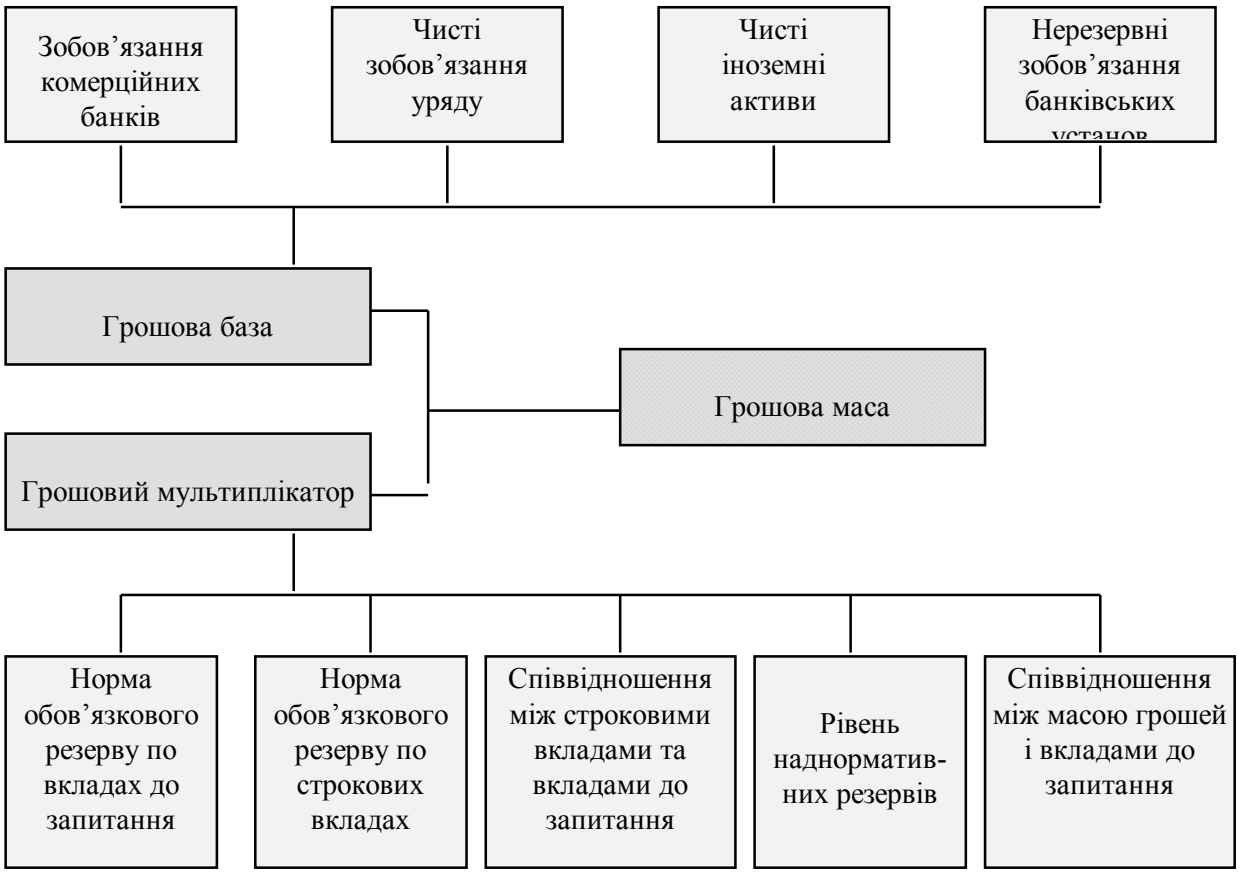


Рис. 2.9. *Чинники, що впливають на зростання грошової маси [51, с.144]*

- *чинники, що зумовлюють динаміку платіжного балансу країни* – зростання чи зменшення сальдо іноземних активів в умовах їх конвертації у національну валюту відповідно викликає розширення або звуження грошової бази;
- *чисті зобов'язання уряду* – фінансові зобов'язання уряду перед центральним банком, що виникають внаслідок бюджетного дефіциту та його обслуговування шляхом купівлі центральним банком облігацій державної позики на ринку цінних паперів. Купівля центральним банком урядових облігацій призведе до збільшення грошової маси в обігу, а також до розширення емісійних можливостей комерційних банківських установ завдяки збільшенню їх резервних позицій;
- *нерезервні зобов'язання банківських установ* – це капітал і прибуток від емісійної діяльності, некласифіковані активи і пасиви, інші зобов'язання, що безпосередньо не формують резервні позиції банків, однак опосередковано впливають на їх динаміку.

Отже, формування грошової бази, від розмірів якої значною мірою залежать загальні масштаби емісійного процесу, здійснюється під впливом багатьох чинників, значна частина яких викликана загальноекономічними обставинами та безпосередньо непідконтрольна центральному банку.

Окрім грошової бази, на динаміку грошової маси прямо пропорційно впливає величина коефіцієнта експансії (грошового мультиплікатора).

Грошовий мультиплікатор – це процес збільшення (мультиплікації) грошей на депозитних рахунках комерційних банків в момент їх руху від одного банківського закладу до іншого.

Мультиплікаційний ефект може існувати лише в умовах дворівневої (і більше) банківської системи, перший рівень якої (центральний банк) керує механізмом грошового мультиплікатора, другий рівень (комерційні банки) заставляє його діяти, до того ж діяти автоматично, незалежно від бажань окремих банків. Механізм грошового мультиплікатора безпосередньо пов'язаний з надлишковими (вільними) резервами. Надлишкові резерви – це сукупність ресурсів комерційних банків, які можуть бути використані для активних банківських операцій.

Мультиплікаційний ефект характеризує спосіб функціонування не окремого банку, а банківської системи у цілому. Розглянемо механізм грошового мультиплікатора на умовному прикладі (додаток К). Вважатимемо, що норма обов'язкового резервування складає 15%.

Підприємству 1 необхідний кредит для оплати продукції підприємству 2, однак банк А не може надати кредит, оскільки не має вільних коштів (вільного резерву). Банк А звертається до центрального банку і отримує від нього кредит у розмірі 10 млн. За рахунок приросту резерву банк А надав кредит підприємству 1 у розмірі 8.5 млн., який зарахував на розрахунковий рахунок підприємства, решта 1.5 млн. залишилась на рахунку банку А для збільшення обов'язкового резерву (10 млн. * 15 / 100 = 1.5 млн.).

Підприємство 1 оплачує за продукцію підприємству 2, зарахувавши 8.5 млн. на рахунок підприємства 2 у банку Б. У результаті вільний резерв у банку А вичерпується, однак виникає вільний резерв у банку Б, що свідчить про наявність тісного зв'язку між кредитною і розрахунковою діяльністю банків. Важливо також, що пасиви банку А зросли на 10 млн. не дивлячись на те, що переважна частина приросту резерву перемістилася в інший банк Б (таблиця 2.10).

Таблиця 2.10

Балансы банків А і Б (млн.)

Баланс банку А		Баланс банку Б	
Активи	Пасиви	Активи	Пасиви
1. Резерви + 10.0 - 8.5 2. Позички + 8.5	1. Залучені кошти + 8.5 - 8.5 2. Позики центрального банку + 10.0	1. Резерви + 8.5	1. Залучені кошти + 8.5
Підсумок + 10.0	Підсумок + 10.0	Підсумок + 8.5	Підсумок + 8.5

Частину резерву банк Б залишає для збільшення обов'язкового резерву (1.3 млн.), а решта суми (7.2 млн.) надається у кредит підприємству 3. Підприємство 3 розраховується за рахунок наданого кредиту з підприємством 4, що обслуговується банком В. Таким чином вже у банку В виникає резерв, частину якого він зобов'язаний зберігати у формі обов'язкових резервів (1.1 млн.), а вільний резерв (6.1 млн.) використовується для надання позики підприємству 5. При цьому гроші на розрахунковому рахунку підприємства 4 залишаються незмінними.

Подібним чином відбувається механізм дії грошового мультиплікатора у банках Г і Д. Далі процес може продовжуватися до повного вичерпання вільного резерву за рахунок формування комерційними банками обов'язкових резервів, які у кінцевому підсумку становитимуть ті ж 10 млн., що були надані центральним банком банку А. Відповідно до схеми (додаток К) гроші на розрахункових рахунках підприємств 2, 4, 6, 8 і т.д. (усіх парних клієнтів) залишаються незмінними і тому загальна сума грошей на їх рахунках складе у кінцевому підсумку величину значно більшу, ніж позика, надана центральним банком банку А (10 млн.). Проте гроші на рахунках підприємств можуть збільшитися не більше ніж у 6,67 разів, оскільки величина коефіцієнта мультиплікації обернено пропорційна нормі обов'язкового резервування (1 / 15 * 100 = 6,67).

Отже, якщо норма обов'язкового резерву становить 15%, то коефіцієнт грошового мультиплікатора складе 6,67. Це максимальне теоретичне значення. Реально коефіцієнт мультиплікації ніколи не досягає максимального значення, оскільки завжди частина резервів використо-вується для інших, не кредитних операцій (наприклад, в касі будь-якого банку повинна бути готівка для касових операцій).

Для практики регулювання грошової маси важливо визначити фактори, які стримують процес грошової мультиплікації. Основні чинники, від яких залежить величина грошового мультиплікатора, загалом зводяться до наступних (рис. 2.9, нижня частина схеми):

- норма обов'язкового резерву за вкладами до запитання (залежність обернено пропорційна – чим більша норма обов'язкового резервування, тим менше значення коефіцієнта експансії);
- норма обов'язкового резерву за строковими вкладами[4];
- співвідношення між строковими вкладами та вкладами до запитання – якщо частка строкових вкладів збільшується, це приводить до сповільнення процесу мультиплікації, оскільки уповільнюється інтенсивність платежів між клієнтами різних банків та швидкість переміщення резервів між банками;
- рівень наднормативних резервів;
- співвідношення між масою грошей і вкладами до запитання.

Управління механізмом банківського мультиплікатора, а як наслідок – емісією безготівкових грошей здійснюється виключно центральним банком, тоді як емісія здійснюється системою комерційних банків. Центральний банк, керуючи механізмом банківського мультиплікатора, розширює чи звужує емісійні можливості комерційних банків, виконуючи тим самим од-ну з основних своїх функцій – функцію грошово-кредитного регулювання.

---

[4] Оскільки Національний банк України не застосовує диференційованої норми резервування щодо вкладів залежно від їх строковості, перші два чинники суттєвого значення для впливу на величину грошового мультиплікатора в Україні не мають.

Взаємодія двох величин – грошової бази і грошового мультиплікатора визначає потенційні можливості банківської системи у забезпеченні приросту грошової маси, додаткової пропозиції грошей.

Наведений аналіз характеризує об'єктивну основу формування пропозиції грошей, а також вплив центрального банку на пропозицію грошей для забезпечення їх оптимальної кількості щодо нормального кругообороту продуктів і доходів.

Грошовий обіг за будь-яких обставин повинен бути регульованим. Нерегульованість грошового обігу – це одна з причин платіжної кризи.

Планування і регулювання грошово-кредитного обороту в Україні до 1992 року проводилось на базі кредитного плану, касового плану і балансу грошових доходів і витрат населення. Ці документи відображали лише бухгалтерські записи центрального банку та спеціалізованих державних банків і, тому не давали відповіді на запитання про кількість грошей, потрібних економіці, а також не могли комплексно враховувати весь грошовий обіг країни. Грошово-кредитна система використовувалась для контролю за виконанням державного плану економічного і соціального розвитку, а грошово-кредитна політика мала пасивний характер і відігравала другорядну роль у процесі управління економікою.

Дворівневий принцип організації банківської системи України зумовив відокремлення емісійних операцій регулювання грошового обігу, які закріпились за Національним банком України (банком першого рівня), від розрахункового, касового і кредитного обслуговування юридичних і фізичних осіб, котре виконують комерційні банки (банки другого рівня). Тобто Національний банк виступає організатором грошового обороту в державі та здійснює його регулювання.

Зміни у банківській системі країни зумовили необхідність пошуку Національним банком України нових показників обчислення розміру грошової

маси в державі, які б комплексно враховували весь грошовий обіг України, а також давали змогу оперативно його регулювати. Таким чином, Національний банк, починаючи з 1993 року, для обчислення грошової маси використовує агрегати М0, М1, М2, М3, про які згадувалося вище.

Дані про розмір та зміну грошових агрегатів в Україні протягом 1992-1998 років наведені у таблиці 2.11.

Таблиця 2.11

Грошові агрегати (млн. грн., на кінець періоду)

	Готівка в обігу (M_0)	Реальна готівка (1992=100)	M_1	Грошова база	M_2	Грошовий мультиплі-катор	M_3
1992	5	81.0	21	15	25	1.67	–
1993	128	20.6	334	282	482	1.71	–
1994	793	25.4	1860	1606	3216	2.00	–
1995	2623	29.9	4682	3538	6846	1.93	6930
1996	4041	33.0	6315	4882	9023	1.85	9364
1997	6132	45.4	9050	7058	12448	1.76	12541
1998	7158	44.0	10331	8604	15432	1.79	15718

Аналізуючи грошові агрегати, слід відмітити: в Україні структура грошової маси, що знаходиться в обігу, ще не досягла розвинених форм. Перш за все це проявляється у співвідношенні готівки і загальної маси грошей в обігу. Так, станом на 1 січня 1999 року питома вага готівки у загальній сумі грошової маси (М3) становила 46%; питома вага коштів на розрахункових і поточних рахунках у національній валюті складала 20%; строкових коштів у національній валюті та валютних коштів – 31%; коштів клієнтів за трастовими операціями банків та цінних паперів власного боргу банків – 1%.

Починаючи з 1993 року реальна готівка в обігу постійно зростала з 20,6% у 1993 році до 45,4% у 1997 році. Особливо значного зростання реальна готівка в обігу сягнула після проведення грошової реформи і введення в обіг гривні – з

33,0% у 1996 році до 45,4% у 1997 році. З одного боку, це засвідчує підвищення довіри населення до національної грошової одиниці і є позитивним, однак таке зростання швидше викликане тінізацією господарських процесів в економіці, що є вкрай негативним явищем. Зменшення готівки в обігу є чи не найактуальнішою проблемою регулювання грошового обігу в Україні.

Управління грошовим оборотом здійснюється Національним банком України шляхом регулювання двох складових грошового обороту: готівки і безготівкової маси грошей, тобто визначення обсягу готівкової грошової маси та регулювання кредитних операцій комерційних банків. Головне завдання Національного банку в сучасних умовах полягає у регулюванні депозитної емісії, яка відбувається при кредитуванні комерційними банками суб'єктів господарювання. Для цього використовуються три основні групи методів:[5]

1) *регулювання кредитних відносин Національного банку з комерційними банками* (рефінансування комерційних банків; процентна політика та інші);

2) *проведення операцій на відкритому ринку;*

3) *встановлення економічних показників регулювання діяльності комерційних банків* (розмір мінімальних резервів; регулювання співвідношення певних груп пасивів і активів через показники ліквідності балансу банку; встановлення нормативів ризику комерційних банків (максимальний розмір ризику на одного позичальника; норматив "великих" кредитних ризиків; максимальний розмір кредитів, гарантій та поручительств, наданих одному інсайдеру; максимальний сукупний розмір кредитів, гарантій та поручительств, наданих інсайдерам; максимальний розмір наданих міжбанківських позик; максимальний розмір отриманих міжбанківських позик; інвестування та інші).

Важливим етапом у організації грошового обороту в Україні було введення у дію в кінці 1993 року системи електронних платежів (надалі – СЕП). Впровадження СЕП дало змогу прискорити виконання розрахунків та обіг

[5] Детальніше методи грошово-кредитного регулювання діяльності комерційних банків розглянуто у розділі 2.1.

коштів; зменшити документооборот; практично уникнути фальсифікацій міжбанківських розрахункових документів, завдяки чому знизилася прихована емісія, пов'язана з надходженням до обігу коштів, отриманих за підробленими документами; вивільнити грошову масу; підсилити контроль НБУ за станом грошової маси у державі; підвищити можливості Національного банку контролювати здійснення платежів. Таким чином, впровадження СЕП підняло банківську систему України на якісно новий рівень і відповідає світовим стандартам.

Поряд з регулюванням емісії важливу роль у функціонуванні грошової системи відіграють методи регулювання самого руху грошей.

Обіг готівки регулюється правилами, встановленими Національним банком, який визначає загальний порядок проведення готівково-грошових операцій банками та їх клієнтами.

Як організатор грошового обороту Національний банк встановлює загальний порядок ведення касових операцій, правила формування грошових знаків, їх зберігання, перевезення, визначення платіжності, порядок заміни і знищення пошкоджених банкнот і монет. Окрім того, для клієнтів комерційних банків встановлюється ряд інших правил: лімітування залишків готівки у касі, витрачання готівки за цільовим призначенням, порядок інкасації виручки, порядок видачі готівки під звіт, оформлення касових операцій тощо.

На основі нормативних документів здійснюється процес прогнозу-вання касових оборотів комерційних банків і емісійного результату, а також практична реалізація емісійної функції НБУ.

Для реалізації емісійної функції Національного банку України в його установах створені *резервні фонди* грошових білетів і монети та *оборотні каси*. У резервних фондах, що є у кожному регіональному управлінні Національного банку зберігається запас готівки, призначеної для випуску в обіг у випадку збільшення потреби господарства області в готівці. Готівка, що знаходиться у

резервних фондах, не вважається готівкою в обігу, оскільки вона є резервом і не здійснює руху.

В оборотні каси регіональних управлінь НБУ постійно надходить готівка від комерційних банків, а також постійно видається готівка. Тобто гроші в оборотній касі завжди перебувають у русі й вважаються грошима, які знаходяться в обігу. Якщо надходження готівки в оборотну касу переви-щують суму видачі з неї, то гроші виводяться з обігу. При цьому вони пере-водяться з оборотної каси до резервного фонду. Резервними фондами відає лише Національний банк – на перерахування грошей із резерву до оборот-них кас регіональних управлінь він дає спеціальний дозвіл. Самостійно ре-гіональні управління НБУ можуть лише обмінювати зношені грошові біле-ти і дефектну монету, які надходять від комерційних банків і знаходяться в оборотних касах, на придатні грошові білети і монети зі сховищ, а також обмінювати придатні грошові білети і монету одного номіналу на інший.

Щодня регіональні управління НБУ надсилають у відділ організації і обліку касових операцій та резервних фондів управління організації роботи з готівкою НБУ емісійні платежі (окремо на випущені в обіг і вилучені з обігу банкноти і монету), на підставі яких здійснюється щоденний облік випущених в обіг та вилучених з обігу грошей у цілому по Україні і по кожному регіону зокрема. Аналізується й регулюється структура випущеної в обіг готівки, адже її обіг запроваджений за номіналами. Станом на 01.01.1999 р. склад готівки в обігу за купюрами такий (таблиця 2.12):

Таблиця 2.12

Структура готівки в обігу України станом на 01.01.1999 року [42, с.124]

Банківські білети (гривні)			**Розмінна монета**		
Номінал	У % до загальної суми	У % до загальної кількості	Номінал	У % до загальної суми	У % до загальної кількості
1 грн.	1.9%	20.4%	1 коп.	2.99%	27.92%
2 грн.	3.1%	16.7%	2 коп.	3.29%	15.36%

5 грн.	8.9%	19.2%	5 коп.	7.21%	13.46%
10 грн.	18.3%	19.8%	10 коп.	29.96%	27.96%
20 грн.	33.1%	17.8%	25 коп.	26.19%	9.78%
50 грн.	21.8%	4.7%	50 коп.	29.09%	5.43%
100 грн.	12.9%	1.4%	1 грн.	0.65%	0.06%
			2 грн.	0.61%	0.03%
Усього:	100%	100%	Усього:	100%	100%

Прогнозування готівкового обігу здійснюється з урахуванням основних напрямів державної грошово-кредитної політики, прогнозних розрахунків балансу грошових доходів і витрат населення та касових оборотів.

Показники звітного балансу грошових доходів і витрат населення використовуються регіональними управліннями НБУ для аналізу стану готівкового обігу в регіоні, а показники прогнозного балансу – для складання прогнозів касових оборотів готівки.

Для складання прогнозів готівкового обігу установи банків до початку кварталу, що прогнозується, одержують від суб’єктів підприємництва необхідні звітні прогнозні матеріали (касові заявки).

Установи банків подають прогнози касових оборотів регіональним управлінням НБУ, а останні – Національному банку. Департамент готівково-грошового обігу складає квартальні прогнози касових оборотів у цілому по країні, Криму, областях і місту Києву зі щомісячним розподілом і доводить їх до регіональних управлінь НБУ, які, в свою чергу, доводять прогнози касових оборотів до установ комерційних банків.

Нинішній порядок здійснення емісійних операцій діяв протягом десятиріч і в умовах планового ведення господарства виправдовував себе. Однак за сучасних умов слід надати більшої самостійності регіональним управлінням НБУ щодо випуску готівки в обіг. Це дасть можливість прискорити процес обслуговування комерційних банків, заощадити час і кошти на здійснення емісійних операцій.

Організація безготівкового грошового обороту органічно пов’язана з регулюванням готівкового обігу: лімітування залишків готівки у касах підприємств зумовлює зберігання основної маси грошей суб’єктами підприємницької діяльності на рахунках у банку. Однак дієвішим фактором зменшення готівки в обігу є стимулювання депозитних операцій підприємств і, особливо, населення через виплату банками процентів за вкладами. Важливим є прийняття законодавства щодо гарантування повернення вкладів населення, оскільки гроші населення – важливий кредитний потенціал розвитку економіки. Доцільно було б прискорити запровадження розрахунків фізичних осіб у безготівковій формі, створюючи для цього на рівні держави сприятливі умови (наприклад, нарахування за вкладами до запитання фізичних осіб процентів як за строковими вкладами, тобто громадяни були б зацікавлені зберігати свої заощадження на банківських рахунках з виплатою значних процентів при забезпеченні високого рівня ліквідності).

Однак найефективнішим заходом щодо зменшення кількості готівки в обігу повинен бути, на нашу думку, перехід до масових безготівкових розрахунків за допомогою пластикових карток. Цей напрям нині розвиває-ться на рівні банківської системи окремими банками (перерахування заробітної плати та інших виплат на особисті рахунки працівників, ведення бази даних цих рахунків, автоматизованої видачі готівки працівникам тощо). Необхідно розширити подібні послуги банків за межі банківської установи у вигляді безготівкових розрахунків за товари і послуги.

Доцільно було б на рівні держави створити національну пластикову картку, зробивши її недорогою (чи навіть безкоштовною) для населення і підприємств торгівлі і сфери послуг. Організатором цього перш за все повинен виступити Національний банк, залучивши комерційні банки до фінансування цього проекту.

Зазначені заходи сприяли б зменшенню готівкового грошового обороту і, таким чином, комерційні банки через ефект мультиплікатора змогли б спрямовувати вільні ресурси на кредитування підприємств.

Висновки до розділу 2

На основі дослідження діяльності Національного банку України в сфері грошово-кредитного регулювання економіки, а саме, провівши аналіз грошово-кредитної та валютної політики НБУ, розглянувши функцію Національного банку як організатора грошового обороту в державі, можемо зробити наступні висновки:

1. Проведене дослідження показало, що в умовах перехідної економіки України облікова і ломбардна політика не використовуються у повному обсязі як інструмент грошово-кредитного регулювання через недостатній розвиток вексельного обігу, а також використання Національним банком своїх ресурсів переважно для кредитування уряду, а не комерційних банків.

2. Політика мінімальних резервів – чи не найефективніший засіб Національного банку щодо регулювання грошово-кредитного ринку та грошової маси в обігу. Для вдосконалення діючої системи резервування ми пропонуємо здійснити наступні заходи:

- запровадити у практику диференціацію норм резервування залежно від характеру і строку вкладу, типу вкладника тощо;
- в інтересах розвитку банківської системи слід знизити резервування коштів у іноземній валюті й дозволити здійснювати резервування залучених коштів у іноземній валюті цією ж валютою.

3. Аналіз операцій НБУ з державними цінними паперами дає нам підстави стверджувати про необхідність реальної заборони купівлі Національним банком ОВДП при первинному їх розміщенні, оскільки це не що інше як пряме емісійне

кредитування уряду. Ефективність операцій на відкритому ринку як інструмента монетарної політики буде можливою лише за умови купівлі-продажу Національним банком державних цінних паперів на вторинному ринку, регулюючи таким чином обсяг грошової маси в обігу.

4. Політика курсоутворення НБУ побудована в основному на встановленні фіксованого курсу національної грошової одиниці у різних його типах. Проаналізувавши валютну політику Національного банку, ми вважаємо доцільним запровадити режим керованого плаваючого курсу, при якому центральний банк проводить інтервенції з метою підтримання рівноваги і недопущення значних курсових коливань.

5. На основі дослідження структури грошової маси та дії чинників, що на неї впливають, ми запропонували систему заходів для покращення структури грошової маси в сторону збільшення питомої ваги менш ліквідних агрегатів (М2, М3) і зменшення питомої ваги ліквідніших агрегатів, насамперед готівки.

РОЗДІЛ 3
ПРОБЛЕМИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ ТА ВДОСКОНАЛЕННЯ ДІЯЛЬНОСТІ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ

3.1. Діяльність Національного банку в системі заходів ринкового реформування економіки України

Якою б не була послідовність проведення ринкових перетворень, вони неможливі без макроекономічної стабілізації економіки. Стабільне фінансове становище держави є об'єктивною умовою її економічного розвитку і зростання суспільного добробуту. Якщо в державі протягом тривалого часу немає фінансової стабільності, – настає деградація виробничих відносин, суспільної свідомості, а майбутнє стає невизначеним.

Макроекономічна теорія пояснює *стабілізацію* як державну політику щодо підтримки обсягу виробництва і високої зайнятості. Уряд повинен нейтралізувати коливання сукупного попиту чи сукупної пропозиції, не допускати "перегріву" економіки чи значного спаду.

Проте наведене вище твердження стосується країн з ринковою економікою. У країнах з перехідною економікою під макроекономічною стабілізацією розуміють перш за все *подолання монетарної та фіскальної диспропорційності*, найяскравіший прояв якої – висока інфляція. Причиною цього, на нашу думку, є гіпертрофія державного втручання в економіку. Інфляція – економічний наслідок значного державного сектору чи державних витрат, що значно перевищують доходи бюджету.

Суть проблеми полягає у тому, що майже всі фактори, які дестабілізують фінансове становище в державі, є результатом дій відповідних державних

структур на макрорівні, тобто залежать від основних положень фінансової політики, здійснюваної законодавчою і виконавчою владою.

Класичний і кейнсіанський підходи до макроекономічної політики різні. Загальним методологічним підходом кейнсіанців є концепція *активної* макроекономічної політики, що необхідна для стабілізації внутрішньо нестабільної економіки. У класичній моделі макроекономічна політика завжди *пасивна*, оскільки економіка внутрішньо стабільна і автоматично приводить до стану довгострокової рівноваги.

Кейнсіанська ідея "ефективного попиту", при усіх своїх недоліках, має певне позитивне значення. Опорою "здорових" економік є мотивація власного споживання. Рівень споживання – один з провідних показників міцної економіки, він дає імпульс пожвавленню виробництва, відродженню власного товаровиробника, зростанню зайнятості, створює можливості для вирішення соціальних проблем.

Однак основу економічних реформ в Україні повинні становити неокласичні ідеї жорсткої антиінфляційної монетарної політики, "здорових фінансів" і зниження податків з виробника.

Стабілізаційна ціль сучасної монетарної політики в Україні стала єдиною альтернативою тому, що було у 1991-1994 роках. Попередня експансійна політика стратегічно "підтримувала" вітчизняного виробника, а отже, і зростання виробництва. Однак вона призвела до гіперінфляції (понад 10000% за 1993 рік) і катастрофічного зниження рівня виробництва.

Досвід інших країн з перехідною економікою підтверджує правильність вибору Україною в 1994 році "стабілізаційної" цілі. Світова економічна історія не знає випадків досягнення тривалого економічного росту за відсутності стабільних грошей.

Досвід грошово-кредитної політики в Україні за роки її незалежності дає змогу стверджувати, що ефективність вжитих заходів в умовах слабо

трансформованої перехідної економіки виявилась дуже низькою: ні експансійна, ні рестрикційна політика самі по собі не дали очікуваного забезпечення економічного росту.

Експансійна грошово-кредитна політика супроводжувалась згортанням виробництва і ростом цін, наслідком чого стала гіперінфляція. При рестрикційній політиці розширювалась натуралізація економічних відносин, зростав тіньовий сектор економіки при сповільненні згортання виробництва і відносній стабільності національних грошей. Наслідком цих процесів стала затяжна платіжна криза. У суспільній уяві гривня вважалась дефіцитним ресурсом.

Саме розуміння багатьма економістами і політиками того, що попит на гроші за сучасного грошово-кредитного регулювання значно перевищує грошову пропозицію розгорнуло дискусію навколо питання про те, чи достатньо в економічному обороті нашої країни грошової маси для обслуговування потреб народного господарства і суспільства в цілому. Одні економісти доводять, що грошової маси не вистачає для нормального функціонування економіки, тобто існує дефіцит грошової маси [84]. За переконанням інших науковців кількість грошей в обігу зорієнтована на динаміку попиту, а скорочення попиту на гроші було спричинене глибокою кризою в економіці (падінням обсягів виробництва, бартеризацією та доларизацією економічних відносин, високою інфляцією тощо) [83; 144].

Головний аргумент дискусії грунтується на тому факті, що протягом останніх семи років відношення маси грошей в обігу до обсягу ВВП (показник монетизації) скоротилося більш ніж у п’ять разів (таблиця 3.1). Низький показник монетизації економіки – основний аргумент прихильників емісії.

Спробуємо проаналізувати показник монетизації економіки і фактори, що впливають на його зміну.

Загальний рівень цін в економіці визначається виходячи з кількості грошей в обігу (пропозиції грошей) і потреби в грошах підприємств, населення і т.д. (попиту на гроші). Попит на ту чи іншу валюту на практиці означає готовність економічних агентів тримати свої активи в цій валюті.

Таблиця 3.1

Ступінь монетизації економіки України (розрахований за обсягами М3 на кінець відповідного періоду) [42, с.28,47]

У фактичних цінах (млн. грн)	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
ВВП	2,99	50,3	1483	12038	54520	81519	92484	103869
Грошова маса М3 на кінець року	2,38	25	482	3216	6930	9364	12541	15718
Рівень монетизації ВВП за обсягами М3 на кінець року (у %)	79,6	49,7	32,5	26,7	12,7	11,5	13,6	15,1
Швидкість обігу М3 (рази)	1,3	2,0	3,1	3,7	7,9	8,7	7,4	6,6

Згідно з рівнянням обміну, кількість грошей, помножена на швидкість їхнього обігу, дорівнює рівню цін, помноженому на реальний ВВП:

$$M*V=Q*P, \qquad (3.1)$$

де М – кількість грошей, випущених в обіг; V – швидкість обігу грошей; Q – обсяг товарів та послуг, що реалізуються; Р – загальний рівень цін.

Права частина формули є не що інше як номінальний ВВП (Q∗P), тобто ми можемо записати рівняння обміну таким чином:

$$1/V=M/(Q*P)= M/ВВП. \qquad (3.2)$$

Отже, величина (1/V) (відношення грошової маси до номінального ВВП) є показником монетизації. Окрім того, показник монетизації є оберненим до швидкості обігу грошей: при збільшенні коефіцієнта монетизації швидкість грошового обігу зменшується і навпаки.

Показник монетизації залежить від попиту на реальні гроші, який, у свою чергу, залежить від ступеня довіри підприємств і населення до національних грошей: що більший показник монетизації, то більшим є попит на реальні гроші за інших рівних умов.

З рівняння випливає, що на рівень монетизації впливає пропозиція грошей (M), швидкість їх обігу (V), а також обсяг ВВП. Тобто, для збільшення рівня монетизації можна збільшити M – пропозицію грошей. Однак при збільшенні пропозиції грошей зростають ціни (P) – що більше грошей випускається в обіг при незмінній кількості товарів та послуг при незмінному попиті на гроші, то більшими будуть ціни, – а це призводить до зниження монетизації.

З іншого боку, при зниженні попиту на реальні гроші підприємства і населення намагаються якнайшвидше позбутися національних грошей, обмінюючи їх на товари, послуги чи фінансові активи. Чим швидше проводитиметься такий обмін, тим швидкість обігу грошей збільшуватиметься швидшими темпами, тобто рівень монетизації ставатиме нижчим. Отже, при інших рівних умовах, зниження попиту на гроші веде до збільшення цін.

З сказаного випливає, що на рівень монетизації впливають фактори, які ведуть до зміни попиту і пропозиції грошей.

Пропозиція грошей повністю контролюється центральним банком і способи впливу останнього на пропозицію грошей є загальновідомими (зміна облікової ставки, зміна резервних вимог, операції на відкритому ринку – див. розділ 1.2).

Попит на гроші є величиною суб’єктивною, на яку політика центрального банку прямо не впливає. Попит на гроші залежить від рівня реального доходу, оскільки населення тримає гроші для покриття своїх видатків, величина яких залежить від доходу. Попит на гроші залежить також від вартості утримання грошей – неодержаного процентного доходу, оскільки активи тримають саме у грошовій формі, а не в іншій. Чим вищою є процентна ставка, тим дорожче

тримати активи у формі грошей, а не в іншій, а відповідно – менше активів триматимуть готівкою за даного рівня доходу [73, с.131]. Отже, попит на реальні гроші зростає зі збільшенням рівня реального доходу й скорочується із зниженням процентної ставки.

На нашу думку, важливою причиною зміни попиту на гроші в перехідних економіках є рівень довіри громадськості до політики, яку проводить уряд. Наприклад, якщо проводиться експансійна монетарна політика, наслідком якої буде збільшення цін, то підприємства чи населення намагатимуться перетворити свої грошові кошти у товарні запаси чи вільноконвертовану валюту й таким чином захистити свій капітал від знецінення. Відхід від національних грошей може бути спричиненим й іншими факторами: слабкістю банківської системи, непевністю політичної ситуації тощо. Саме з показника монетизації прийнято визначати ступінь довіри до національної грошової одиниці: чим більшою є довіра, тим більшим є показник монетизації.

Для глибшого розуміння причин зміни коефіцієнта монетизації в Україні проаналізуємо вищезгаданий показник у розвинутих країнах, а також у країнах з перехідною економікою (додаток Л).

Як показують дані додатку Л, значення показника монетизації значно відрізняються за роками і країнами. Розвиток багатьох країн світу переконує у наявності стійкого зв’язку низьких показників коефіцієнта монетизації з високими темпами інфляції і відповідно значними темпами грошової емісії.

Розвинуті країни, які зазвичай характеризуються низькими темпами інфляції, мають високий коефіцієнт монетизації. Низький рівень інфляції у цих країнах не знижує рівень монетизації, оскільки втрата у вартості грошей є незначною порівняно з вигодами їх використання.

У країнах з перехідною економікою значний рівень інфляції був однією з основних причин зниження монетизації економіки. Високий рівень інфляції робить заощадження надто дорогими, результатом чого стає швидший обіг

грошей і перехід до негрошових операцій (бартеру). Стійкий зв'язок між високим рівнем інфляції і низьким коефіцієнтом монетизації наведений у додатку М, у якому динаміка монетизації у країнах з перехідною економікою порівнюється зі змінами рівня інфляції.

Взаємозв'язок між високим рівнем інфляції і зниженням монетизації характерний і для розвинутих країн. Наприклад, в Ізраїлі за 1970-1985 роки, що супроводжувалися високою інфляцією, рівень монетизації постійно знижувався. Зростання показника монетизації почалось лише у 1985 році з проведенням програми стабілізації [200, с.108].

Згаданий вище висновок характерний і для Ісландії. Відносно високі темпи інфляції у цій країні в 1980-х роках обумовили досить низьке значення коефіцієнта монетизації, яке лише в останнє десятиріччя, у зв'язку зі зниженням темпу інфляції, наближається до параметрів, характерних для розвинутих країн [138, с.141].

На ступінь зниження рівня монетизації істотно впливає тривалість періоду гіперінфляції, а також ефективність проведення програми стабілізації. Наприклад, у країнах з перехідною економікою (див. додаток М) динаміка показника монетизації є подібною. Можна виділити два періоди: період до впровадження програми стабілізації[6] і після.

За період до подолання гіперінфляції рівень монетизації знизився значно більше у країнах колишнього СРСР, ніж у Центрально-Європейських країнах. Таку розбіжність ми можемо пояснити зволіканням з проведенням реформ, тобто чим тривалішим був період гіперінфляції, тим нижчим є показник монетизації. У той же час, у деяких країнах зниження рівня інфляції не призвело до істотного збільшення показника монетизації. Наприклад, Грузія і Вірменія все ще мають дуже низькі коефіцієнти монетизації. Не збільшилась істотно і монетизація української економіки. Причиною цього, на нашу думку, є

[6] У даному випадку під програмою стабілізації ми розуміємо перш за все зниження рівня інфляції.

непоєднання програми стабілізації з іншими реформами (приватизацією, реструктуризацією тощо).

Більшості країн Східної Європи вдалося швидко приборкати гіпер-інфляцію, підтримуючи її проведенням структурних реформ, і тому рівень монетизації їхніх економік більший. Коефіцієнт монетизації у більшості країн Східної Європи становить понад 30%. Навпаки, у країнах з затяжним періодом гіперінфляції, подолання якого не супроводжувалось структур-ними реформами, рівень монетизації не перевищує 20%.

Важливо також зазначити, що в країнах з перехідною економікою після впровадження програми стабілізації відбувалась ремонетизація економіки, однак коефіцієнт монетизації не досягав вихідного рівня.

Перехід країн колишнього СРСР до експансивної монетарної політики на початку 1990-х років обумовив різке зниження коефіцієнта монетизації внаслідок високих темпів грошової емісії та ще вищого рівня інфляції. Наприклад, у 1991 році показник монетизації в Україні становив близько 80% (див. таблицю 3.1), а в 1998 році він становив 15,1%, знизившись за 7 років більш як у 5 разів.

Гіперінфляція призвела до значного скорочення попиту на гроші, оскільки національні гроші, які швидко знецінювалися, не викликали довіри у суб'єктів економіки. Останні намагалися якнайшвидше позбутися національних грошей, що призвело до збільшення швидкості їх обігу (див. таблицю 3.1) і зменшення відповідно коефіцієнта монетизації. Накопичені кошти вкладались у нерухомість, іноземну валюту, товарні запаси, тобто відбувалось згортання грошових відносин і зниження ролі національних грошей в економіці.

Не зупиняючись детально на аналізі усіх причин зниження коефіцієнта монетизації, оскільки вони грунтовно висвітлені у праці відомих українських економістів [178, с.139-258], хотілося б проаналізувати дію тих факторів, які безпосередньо відносяться до діяльності Національного банку щодо

достатнього забезпечення економіки України грошовою масою для обслуговування потреб підприємств і населення.

Аналізуючи динаміку зниження коефіцієнта монетизації, слід зазначити, що найбільшими темпами рівень монетизації ВВП знижувався саме при проведенні експансійної грошової політики у 1991-1994 роках. Починаючи з 1995 року коефіцієнт монетизації відносно стабілізувався, коливаючись у межах 11-15%.

Отже, динаміка рівня монетизації ВВП не має прямої залежності від темпів зростання грошової маси, яка є безпосереднім об'єктом монетарної політики НБУ. Збільшення темпів грошової емісії призведе не лише до зростання рівня інфляції, але й знизить довіру до національної грошової одиниці. Наслідком буде подальше зниження коефіцієнта монетизації навіть порівняно з теперішнім відносно невисоким рівнем. Підтвердженням цієї думки є нещодавній досвід Югославії: на початку 1994 року під час гіперінфляції рівень монетизації не перевищував 0,03% величини ВВП [138, с.142].

При дослідженні рівня монетизації за оптимальний показник прийнято вважати рівень 1991 року (79,6%). За статистичними даними [78, с.583], показник монетизації в Україні протягом 1985-1990 років коливався в межах від 54 до 71%. На думку автора, досягнення значення 79,6% у 1991 році пояснюється адміністративним регулюванням цін, яке у той період охоплювало весь товарний асортимент. Реакція індексу цін на зростання маси грошей була надто деформованою. Вплив зміни грошової маси на індекс цін став очевидним лише з 1992 року – після поступової лібералізації цін. Таким чином, показник монетизації 1991 року не відповідав реальному, і тому намагання повернення до такого значення не є економічно обгрунтованим.

Ще одним фактором, що вплинув на зниження рівня монетизації, є розвиток платіжного обороту в Україні. Протягом 1996-1998 років швидкість грошового обігу становила близько 8 разів на рік. За сучасного стану розвитку

системи міжбанківських електронних платежів таку швидкість обігу не можна вважати граничною.

Йдеться про те, що у випадку нестачі грошової маси в грошовому обороті внаслідок надмірно жорсткої монетарної політики НБУ економічні суб'єкти могли б пришвидшити обіг грошей, компенсуючи таким чином їх нестачу. Протягом 1996-1998 років цього не трапилось – отже, попит на гроші не перевищував їх пропозицію, а політика Національного банку не була надміру жорсткою.

На наш погляд, низький показник монетизації не слід пов'язувати з недостатністю грошей, а швидше зі зниженням ролі національних грошей в економіці, що проявляється у:

⇒ бартеризації – якщо врахувати частку бартеру, для обслуговування якого гроші не використовуються, то рівень монетизації ВВП збільшується мінімум удвічі, досягаючи близько 30%;

⇒ доларизації – валютні заощадження громадян, а також доларова маса, що обертається у тіньовому секторі економіки (від 8 до 12 млрд. доларів США за різними експертними оцінками), перевищують у гривневому еквіваленті обсяг грошей, що обслуговують офіційну економіку. Якщо у складі грошової маси, що обслуговує економіку, враховувати долари США, котрі нарівні з гривнями виконують функції грошей в Україні, – отримаємо грошову масу розміром 45-55 млрд. грн., що складає вже не 15, а 45-50% офіційного ВВП.

Важливим показником, який вплинув на зниження рівня монетизації, є динаміка гривень поза банками. На рисунку 3.1 простежується тенденція поступового зростання протягом 1991-1997 років частки готівки з 12,5% до 48,9% загального обсягу грошової маси. Оскільки готівкові гроші не є пасивами комерційних банків, – їх не можна використати для активних операцій. Ці гроші не мультиплікують, не примножуються в офіційній економіці, а обслуговують значною мірою потреби тіньової економіки. До того ж, на розширене

відтворення готівки використовується ВВП, створений в офіційному секторі економіки.

Звинувачувати Національний банк у такому значному зростанні готівки не варто, оскільки у даному випадку впливають фактори немонетарного характеру, які не пов'язані з функціонуванням банківської системи. Найвагомішими серед них є значний податковий тиск, що сприяє зростанню тіньової економіки; а також недовіра до економічної політики уряду, наслідком якої є надвисокий ризик суб'єктів економіки щодо довгострокового вкладання коштів у національну економіку чи зберігання своїх заощаджень у національній валюті в банківських установах. Банківська система зацікавлена у поверненні готівки до кредитних установ, тому що поряд з поліпшенням касового обслуговування це одночасно сприяє росту ресурсних можливостей комерційних банків для кредитування суб'єктів господарювання, тобто отримання додаткового прибутку банківськими установами.

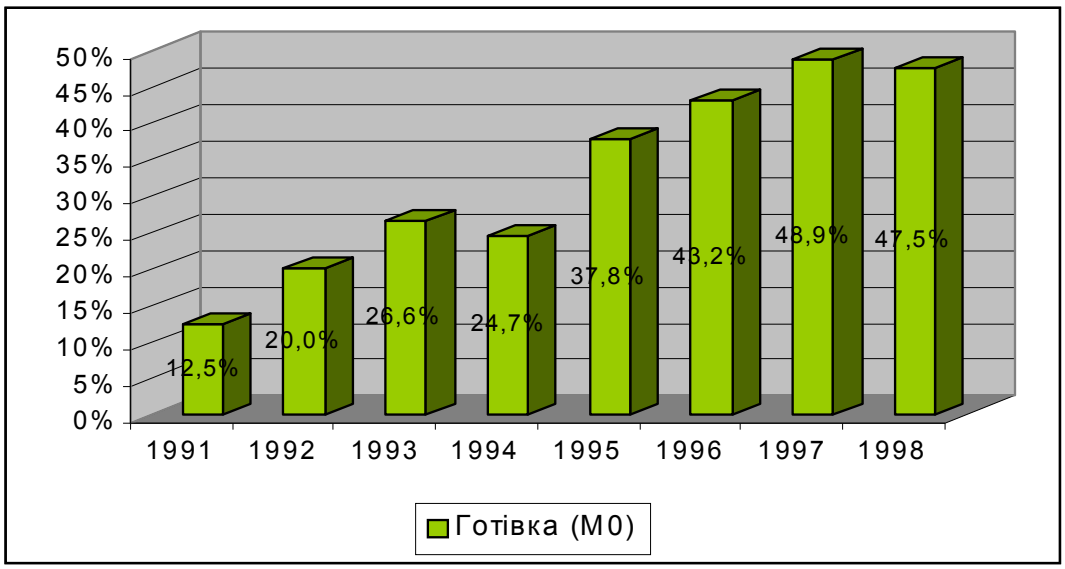


Рис. 3.1. *Питома вага готівки у загальній сумі грошової маси (М3) [42, с.49-50]*

На наш погляд, саме у покращенні структури грошової маси, яка полягає у зниженні рівня готівки до 10-15 %, повернення якої до банківської системи через ефект мультиплікатора дасть реальний приріст грошової маси, криється потенціал значного збільшення рівня монетизації економіки України.

Таким чином, проблема підвищення рівня монетизації ВВП лежить за межами емісійної активності Національного банку України. Відновлення довіри до національних грошей, що може відбутися лише за монетарної політики НБУ, спрямованої на утримання стабільних цін, приведе до поступового росту коефіцієнта монетизації, оптимальний рівень якого для України знаходиться у межах 30-40% валового внутрішнього продукту.

Досвід багатьох країн свідчить: довіри заслуговує політика центрального банку, котра забезпечує низький стабільний темп росту грошової маси. Однак така політика несумісна з фіскальною політикою уряду, орієнтованою на значний дефіцит державного бюджету. Така несумісність пояснюється обмеженими можливостями боргового фінансування бюджетного дефіциту і неминучим посиленням інфляційного тиску навіть у випадку стабілізації темпу приросту грошової маси. В умовах швидкого зростання державного боргу економічні агенти не повірять обіцянці центрального банку підтримувати низький темп зростання грошової маси, а недовіра неминуче дестабілізує загальну макроекономічну ситуацію. Тому систематичний контроль уряду за динамікою бюджетного дефіциту є необхідною умовою успішного проведення центральним банком антиінфляційної грошової політики.

На жаль, сьогодні в Україні склалася ситуація, яка характеризується відсутністю координації між грошово-кредитною і бюджетно-податковою політикою: антиінфляційній спрямованості першої протистоїть проінфля-ційна спрямованість другої. Проінфляційна спрямованість фіскальної політики полягає не лише у факті збереження дефіциту бюджету, але й у характері використання його видаткової частини.

На думку автора, головним недоліком фіскальної політики в сфері бюджету є *непродуктивний характер витрат*. В Україні сьогодні витрати уряду значно перевищують можливості держави отримувати доходи. Результатом є зростання державного дефіциту, покривати який доводиться за рахунок дорогих позик. Значний податковий тиск (а також значна корумпованість і відсутність "морального" обов'язку сплати податків як пережиток радянської системи) є причиною несплати податків і переходу значної частини економіки у "тінь". Зростанням податкових ставок наповнити бюджет не вдасться, оскільки ще більше зросте "тіньова" економіка, а зменшувати державні витрати необхідно перш за все.

Проблемою України є те, що майже всі державні витрати з часу проголошення незалежності спрямовувались на споживання. Збільшення витрат споживчого характеру означає погіршення структури сукупних витрат в економіці, в складі яких зростає частка споживання. За таких умов перспектива покращення структури української економіки стає ще віддаленішою. На даний період менше 2% державних витрат – інвестиції у розвиток економіки. В інших країнах із середнім рівнем доходу протягом 1990-1995 років на інвестиції спрямовувалось 20% усіх витрат. Навіть порівняно з колишніми республіками СРСР Україна інвестує у п'ять разів менше. За таких умов важко вирішити проблему виходу з фінансово-економічної кризи.

В Україні середні грошові витрати бюджету у 1997 році становили 46% ВВП, а витрати власне держави постійно зростають і становлять 22% (таблиця 3.2). Витрати державного споживання є надмірними і потребують скорочення до рівня 10-15% ВНП.

Таблиця 3.2

Склад державних витрат в Україні, млн. грн. [86, с.11]

Показник	1994	1995	1996	1997
Номінальний ВНП	12038	54516	81519	92484

Грошові витрати бюджету	6307	24303	34183	41823
%, ВНП	52,4	44,6	41,9	45,2
Сектор державного споживання	2101	11600	17700	20400
%, ВНП	17,5	21,3	21,7	22,1

Окрім суттєвого зменшення державних витрат необхідно переглянути доцільність у бюджеті тих чи інших витрат. Перш за все це стосується дотацій нерентабельним галузям економіки (дотації у вугільну промисловість становили у 1997 році 2,6% загальних витрат бюджету), які не сприяють зростанню виробництва. Скороченню повинні підлягати і соціальні програми, оскільки держава має витрачати лише зароблені кошти, а позики може спрямовувати лише на розвиток виробництва. Спрямування позик на соціальні виплати заперечує можливість їх повернення, до того ж з значними процентами. Зростаючий державний борг і високі процентні ставки призвели до того, що протягом 1998 року витрати на обслуговування державного боргу (зовнішнього і внутрішнього) становили іноді 90% усіх бюджетних надходжень.

Головним недоліком фіскальної політики у сфері податків є нераціональна податкова структура і відсутність стимулюючого впливу на розвиток виробництва. Податкова система в Україні має підкреслено фіскальний характер. А між тим ситуація в бюджетній сфері вимагає відчутного збільшення надходжень через розширення податкової бази. У доходах бюджету зараз переважають надходження від підприємств і організацій. На наш погляд, необхідно підвищити роль прибуткового податку з громадян, зробити його головним. Для цього потрібно встановити систему всебічного стимулювання доходів громадян.

Інша група проблем, які стримують економічні реформи, полягає у структурній недосконалості економіки, у значному державному секторі. Держава намагається зберегти свої позиції у державному секторі, не бажаючи змиритися з появою приватного промислового капіталу. Повільний темп

приватизації є негативним фактором, оскільки підприємства, які підлягають приватизації, не працюватимуть ефективно перед зміною власника, навпаки – виробництво може штучно скорочуватися для придбання підприємства за "прийнятною" ціною. Необхідно здійснити швидку приватизацію, навіть за низькими цінами, оскільки від зволікання держава втрачає значно більше.

Аналіз проблем фіскальної політики дозволяє зробити висновок про відсутність внутрішньої завершеності бюджетного процесу, про накопичення у ньому негативних тенденцій внаслідок стрімкого зростання внутрішнього боргу. Певною мірою монетарну політику можна вважати заручницею фіскальної, наслідки якої вона у більшості випадків покликана виправляти.

Проведення макроекономічної політики на основі концепції монетаризму передбачає визначальну роль грошово-кредитної політики і узгодження з нею бюджетно-податкової політики. Хоча Національний банк здійснює регулювання економіки за монетаристською моделлю, він змушений (а не уряд, як це повинно було б бути) узгоджувати монетарну політику з проінфляційною фіскальною політикою уряду для недопущення значних економічних потрясінь.

Перш за все це проявляється в участі Національного банку в неефек-тивних операціях Мінфіну на відкритому ринку (купівля до 70% пропозиції облігацій державної позики на первинному ринку у 1998-1999 роках).

Іншим прикладом є погашення центральним банком України за рахунок валютних резервів у серпні 1998 року більше 400 млн. доларів позики, наданої уряду японською компанією Nomura. Це свідчить про значну залежність Національного банку від уряду, відсутність самостійності в проведенні монетарної політики. Зрозуміло, що такі дії НБУ значно зменшують ефективність монетарного регулювання економіки.

Таким чином, можна констатувати, що неузгодженість заходів макроекономічної політики, непослідовність в її проведенні знижують

ефективність грошово-кредитної політики зокрема і макроекономічної політики у цілому і роблять ситуацію в економіці малокерованою.

На наш погляд, це обумовлено тим, що структура української економіки майже не змінилась, залишилась інертною відносно ринкових механізмів. Через нерозвиненість ринкових інститутів дієвість монетарних заходів виявилася дещо обмеженою в умовах трансформації української економіки.

Таким чином, власний досвід підтверджує, що причини хронічної економічної кризи необхідно шукати не у монетарній, а в загальнодержавній політиці, яка не забезпечила адекватної ринкової трансформації реальної економіки і, в першу чергу, її структурної перебудови.

Криза у серпні 1998 року чітко показала: якщо не проводиться фундаментальне реформування реального сектора економіки, немає добре продуманої і послідовно впроваджуваної стратегії переходу до ринку, то здобута ціною неймовірних зусиль валютно-фінансова стабілізація і, відповідно, стабільність цін та валютного курсу виявляються явищем тимчасовим. Якщо фінансову стабілізацію не супроводжують структурні зміни в економічній системі, якщо не узгоджено монетарну, фіскальну та промислову політику, то фінансова стабільність невдовзі поступається місцем затяжній фінансовій кризі.

Валютно-фінансова стабілізація не замінить виваженої загальнодер-жавної економічної політики, а може бути лише її доповненням.

3.2. Передавальний механізм монетарної політики як необхідна умова ефективної діяльності Національного банку України

Розглядаючи діяльність центрального банку в системі регулювання грошово-кредитних відносин економіки країни – спочатку з визначення стратегії монетарної політики до інструментів впливу – необхідно приділити увагу каналам, через які зміни у пропозиції грошей впливають на реальний

сектор економіки, тобто *передавальному механізму грошово-кредитної політики*, або *механізму грошової трансмісії*.

Починаючи з ранніх праць відомих монетаристів [188; 189], механізм грошової трансмісії був і все ще залишається важливою темою грошово-кредитного регулювання економіки. Довгий час ведуться дискусії щодо зв'язку між грошовою пропозицією і ВВП. Останнім часом у багатьох дослідженнях повертаються до класичного емпіричного запитання: "Який ж реальний ефект монетарної політики?", аналізуючи не лише причинний зв'язок між пропозицією грошей і ВВП, а також інші змінні величини, а саме процентні ставки, обмінний курс тощо [187; 204].

Більшість органів грошово-кредитного регулювання і економістів погоджуються, що монетарна політика може значно впливати на ділову активність, принаймні у короткостроковому періоді. Суть дискусії полягає у тому, яким чином грошово-кредитна політика точно впливає на економіку і ціни, оскільки існує багато різних точок зору щодо механізму грошової трансмісії, які наголошують чи на ролі грошей, чи процентних ставок, чи обмінного курсу тощо.

Слід зазначити, що канали трансмісійного механізму можуть відрізня-тися у різних країнах, чи навіть у різні періоди часу в межах однієї країни.

У кейнсіанській моделі механізм грошової трансмісії діє через прийняття підприємницьких рішень щодо інвестиційних витрат, а основною ланкою передатного механізму є вплив процентних ставок на планові інвестиції. У кейнсіанській моделі зростання пропозиції грошей (M) зменшує процентні ставки (i), знижуючи тим самим вартість капіталу і впливаючи таким чином на підвищення рівня інвестиційних видатків (I). Оскільки економіка не перебуває у повній зайнятості ресурсів, зростає реальний обсяг виробництва (Y) при незмінних цінах. Схематично традиційний передатний механізм кейнсіанців виглядає таким чином:

$$\uparrow M \Rightarrow \downarrow i \Rightarrow \uparrow I \Rightarrow \uparrow Y. \qquad (3.3)$$

Передавальний механізм у трактуванні монетаристів містить інші засоби впливу грошово-кредитної політики на зміну рівня економічної активності. Монетаристи не описують тих шляхів, через які пропозиція грошей впливає на сукупні видатки. Вони досліджують впливи грошей на ділову активність, вивчаючи наскільки тісно зміни в обсягу виробництва (Y) пов'язані із змінами грошової маси (M). Монетаристи розглядають трансмісійний механізм у ширшому аспекті, ніж кейнсіанці. Традиційний передатний механізм з точки зору кейнсіанців є лише одним з кількох можливих способів впливу грошової маси на економіку в цілому.

За концепцією монетаристів, зростання пропозиції грошей (M) безпосередньо підвищує сукупний попит (AD) і таким чином впливає на зростання номінального обсягу виробництва (PY), яке відбувається за рахунок підвищення рівня цін (P). Схематично передатний механізм грошової політики у розумінні монетаристів можна зобразити так:

$$\uparrow M \Rightarrow \uparrow AD \Rightarrow \uparrow PY \Rightarrow \uparrow P. \qquad (3.4)$$

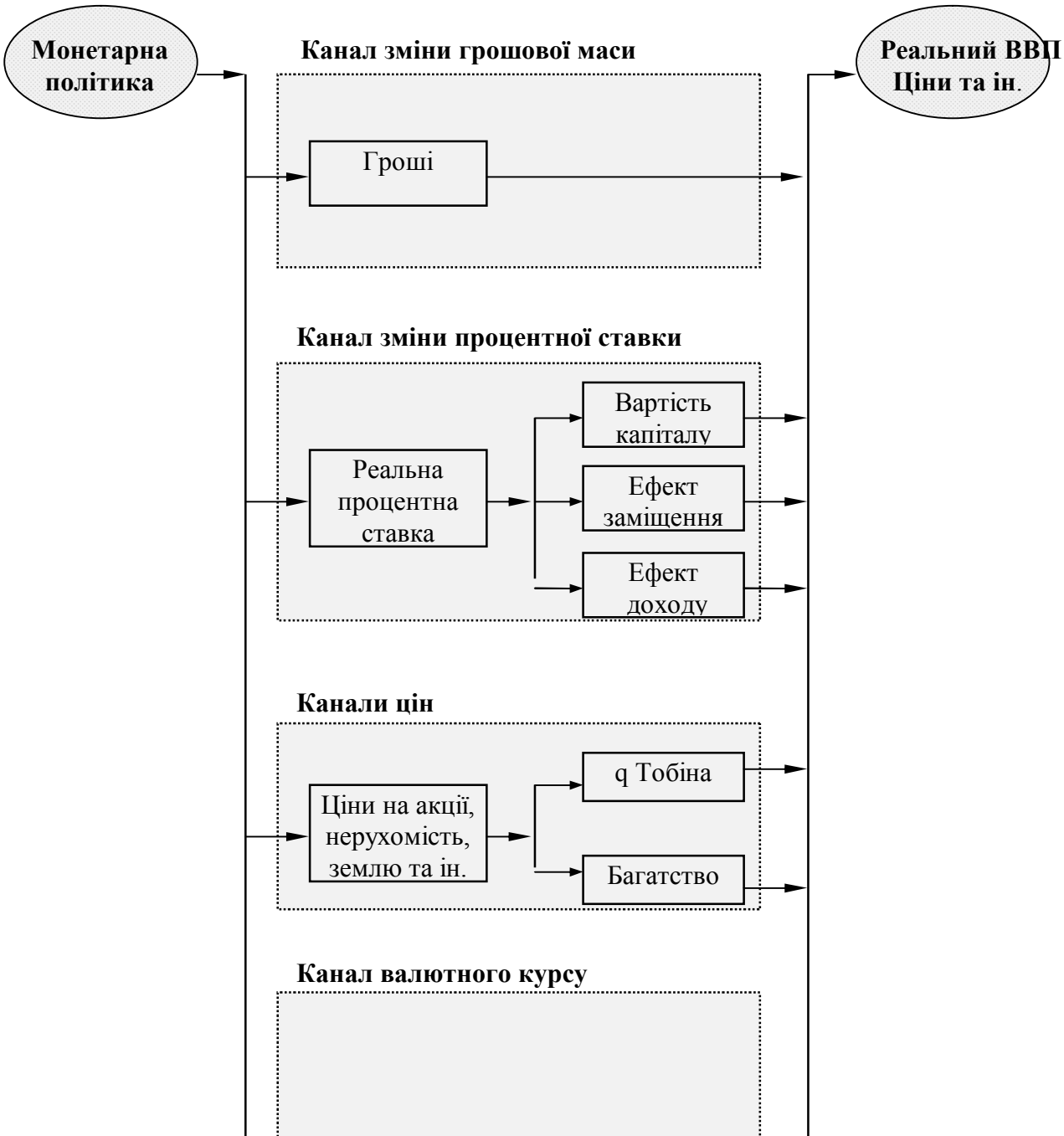
Розглядаючи переваги і недоліки зображених вище моделей, слід зазначити, що підхід кейнсіанців має ту перевагу, що спрощує розуміння механізму функціонування економіки. Однак кейнсіанська модель спрацьовує лише за умови, що всі компоненти передавального механізму є відомими.

Основною перевагою монетаристського підходу є те, що не накладаються обмеження на шляхи впливу монетарної політики на економіку. Монетаристи вважають, що окремі канали, через які зміни у пропозиції грошей впливають на обсяг виробництва є повсякчас мінливими, і тому надто важко виявити весь передавальний механізм грошово-кредитної політики.

У перехідних економіках, до яких належить і економіка України, декілька факторів пояснюють наші обмежені знання щодо механізму грошової трансмісії. Беручи до уваги постійні структурні, інституційні зміни, а також

зміни у поведінці суб'єктів економіки, можна допустити, що канали монетарної трансмісії, як і трансмісійні лаги, є змінними. Саме тому необхідно погодитися з підходом монетаристів щодо визначення каналів впливу монетарної політики на економічну систему країни.

Аналізуючи розвиток дискусій щодо впливу зміни грошової маси на економічну активність, передавальний механізм грошово-кредитної політики можна поділити на п'ять різних каналів (рис. 3.2). Для спрощення на рисунку 3.2 не враховано зворотний зв'язок між економікою і монетарною політикою, а також те, що деякі канали трансмісійного механізму є внутрішніми.



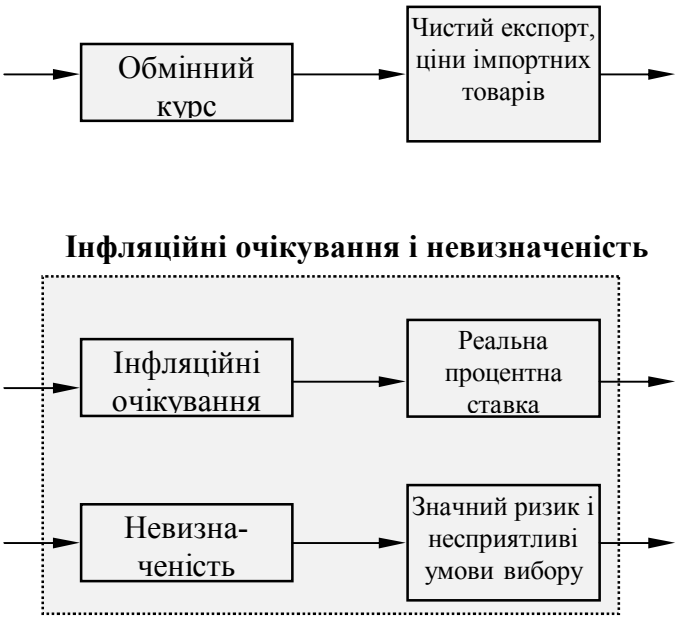


Рис. 3.2. *Канали механізму монетарної трансмісії*

Першим характерним каналом грошово-кредитного передавального механізму є *канал зміни грошової маси*. Згідно з кількісною теорією грошей Фішера, зростання грошової маси прямо впливає на економічну активність. Результатом зростання пропозиції грошей є збільшення рівня цін і підвищення сукупних витрат.

Друга група каналів трансмісійного механізму складається з *каналів процентної ставки*. Органи грошово-кредитного регулювання безпосеред-ньо контролюють офіційні процентні ставки, що визначають процентні ставки на ринку грошей. Зміна процентних ставок впливає на всі планові компоненти витрат, як інвестиційні, так і не інвестиційні. Збільшення цих витрат призводить до підвищення інвестиційного і споживчого попиту і, отже, до зростання сукупного попиту і сукупної пропозиції в економіці.

Окрім того, зміни грошової маси і процентних ставок впливають на економічну діяльність через номінальний рівень цін, наприклад, ціни на акції, нерухомість, землю тощо. Вищеназвані канали можна об’єднати під назвою *канали номінального рівня цін*.

Джеймс Тобін розвинув теорію про зв'язок між курсами акцій та інвестиційними видатками (теорія q Тобіна) [109, с.764-765]. Тобін визначає q як відношення ринкової вартості фірми до відновної вартості її капіталу. Згідно з цією теорією, якщо q високе, компанії можуть випускати акції і отримувати високу ціну за них порівняно з вартістю устаткування та будівель, які вони купують. Отже, інвестиційні видатки зростуть, оскільки фірми можуть купувати багато нових інвестиційних товарів з невеликим випуском акцій. З іншого боку, коли q низьке, компанії можуть дешево купити іншу фірму, набуваючи замість старого новий капітал. Інвестиції за таких умов будуть дуже низькими.

Ефект багатства означає, що зростання цін на фінансові активи, а також на товари довгострокового користування збільшує рівень багатства економічних суб'єктів, що володіють такими активами. Таким чином, збільшуються життєві ресурси споживачів, і споживання зростає.

Канал зміни валютного курсу впливає таким чином: при зниженні внутрішніх процентних ставок вітчизняні депозити стають менш привабливими порівняно з депозитами у іноземній валюті, результатом чого стане падіння обмінного курсу національних грошей. Нижча вартість національної валюти робить вітчизняні товари дешевшими за іноземні, викликаючи тим самим зростання чистого експорту, а отже, і сукупного обсягу виробництва.

Останній канал грошової трансмісії пов'язаний з *інфляційними очікуваннями і невизначеністю*. Дієвість грошово-кредитного регулювання залежить від довіри населення і фірм до економічної політики уряду в цілому і монетарної політики центрального банку зокрема.

Проблема недовіри пов'язана з можливими відмовами уряду і центрального банку від своїх намірів щодо проведення тих чи інших економічних заходів. Проблему недовіри економічних суб'єктів і громадян до економічної політики держави важко переоцінити. Недовіра до стабільності національної грошової одиниці призводить до вкрай негатив-них явищ:

доларизації грошового обігу; недовіри до банківської системи, що супроводжується згортанням вкладів та ін. Недовіра до політики уряду призводить до зменшення інвестицій, згортання ділової активності тощо.

У результаті невизначеності суб'єктів господарювання щодо політики уряду економіка у цілому істотно програє, оскільки стимули до економіч-ного росту виявляються заблокованими песимістичними очікуваннями.

Враховуючи зазначені вище канали трансмісійного механізму монетар-ної політики, проаналізуємо дієвість цих каналів на економіку України за період її реформування (1992-1998 роки). Основним завданням є, звичайно, знаходження залежності впливу монетарної політики на ті змінні величини, які найбільше нас турбують: інфляцію і економічну активність.

Взявши за основу монетаристську модель впливу грошово-кредитного регулювання на ділову активність, розглянемо залежності між зміною грошової маси та інфляцією (рис. 3.3 і рис. Н.1 додатка Н).

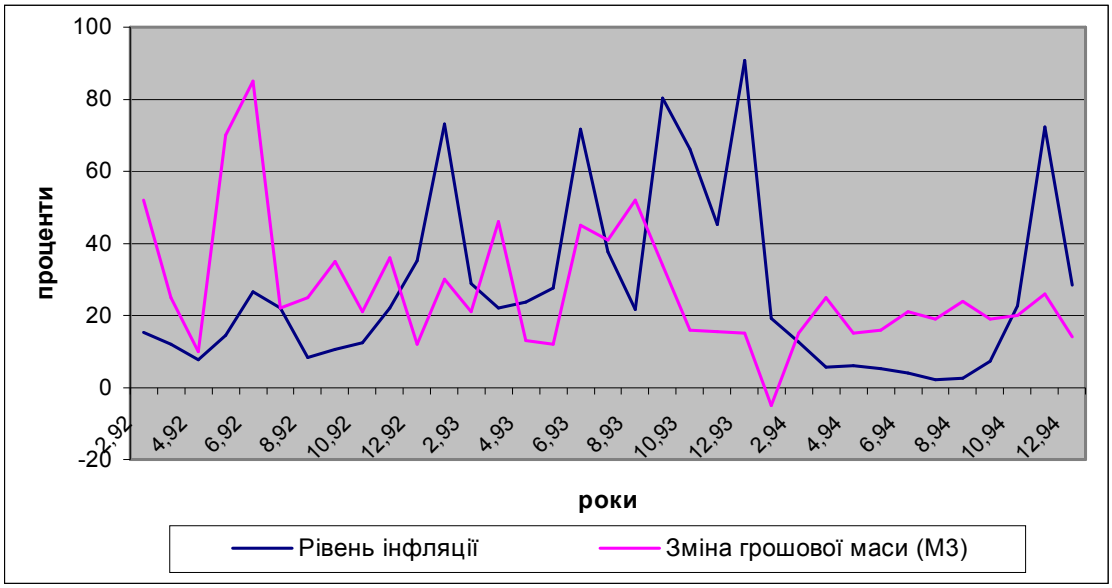


Рис. 3.3. *Залежність між рівнем інфляції та зміною грошового агрегату М3 у 1992-1994 роках*

Дослідження взаємозв'язку між динамікою грошової маси (М3) та динамікою споживчих цін в Україні, проведене методом кореляційного аналізу

на основі відповідних щомісячних статистичних даних за 1992-1998 роки свідчить про існування прямої залежності (коефіцієнт кореляції є позитивним і становить близько 0,23) між змінами обсягу грошової маси та змінами рівня інфляції. При цьому, зростання грошової маси призводить до зростання споживчих цін через 3-4 місяці (див. рис. 3.4) протягом 1992-1994 років, а протягом 1995-1998 років зміна грошової маси впливала на зміну рівня інфляції протягом тривалішого терміну – близько 6 місяців (див. рис. Н.2 додатка Н). Це дає підставу стверджувати, що у механізмі інфляції в Україні існує значна монетарна складова, яка найяскравіше проявлялась під час проведення експансійної грошової політики у 1992-1994 роках.

Зв'язок між зміною грошової маси (М3) і темпами інфляції може бути описаний регресивним рівнянням (див. рис. 3.5):

$$\textbf{Рівень інфляції} = 1{,}0372e^{0{,}2482(M3)}$$
$$\mathbf{R^2} = 0.9741 \qquad (3.5)$$

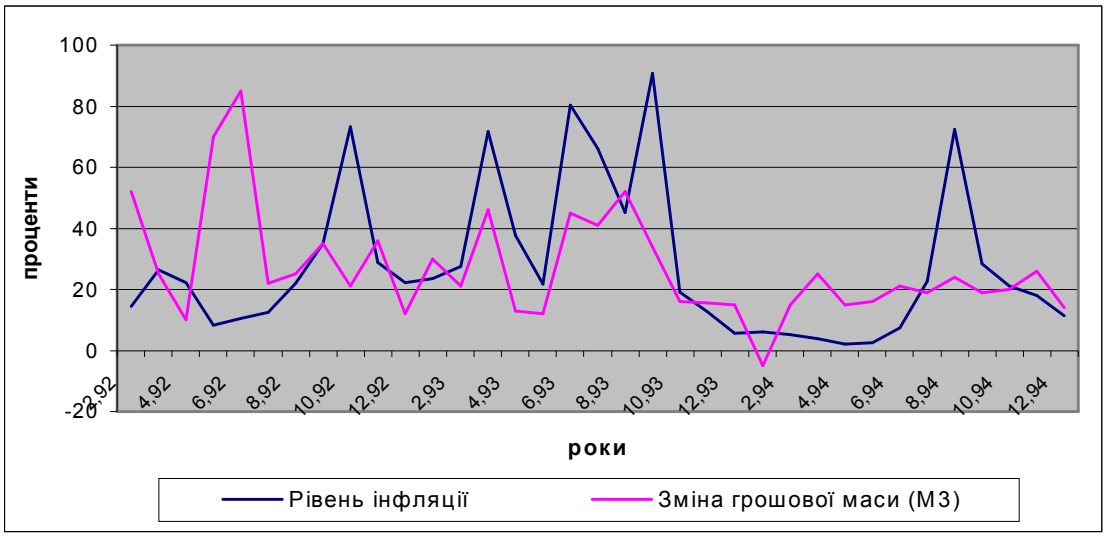


Рис. 3.4. *Залежність між рівнем інфляції та зміною грошового агрегату М3 у 1992-1994 роках (враховуючи квартальний лаг щодо інфляції)*

Регресивне рівняння методом експоненційного згладження має високу величину достовірності апроксимації (параметр R^2 = 0,9741). Це свідчить про достовірність близько 97% спостережень.

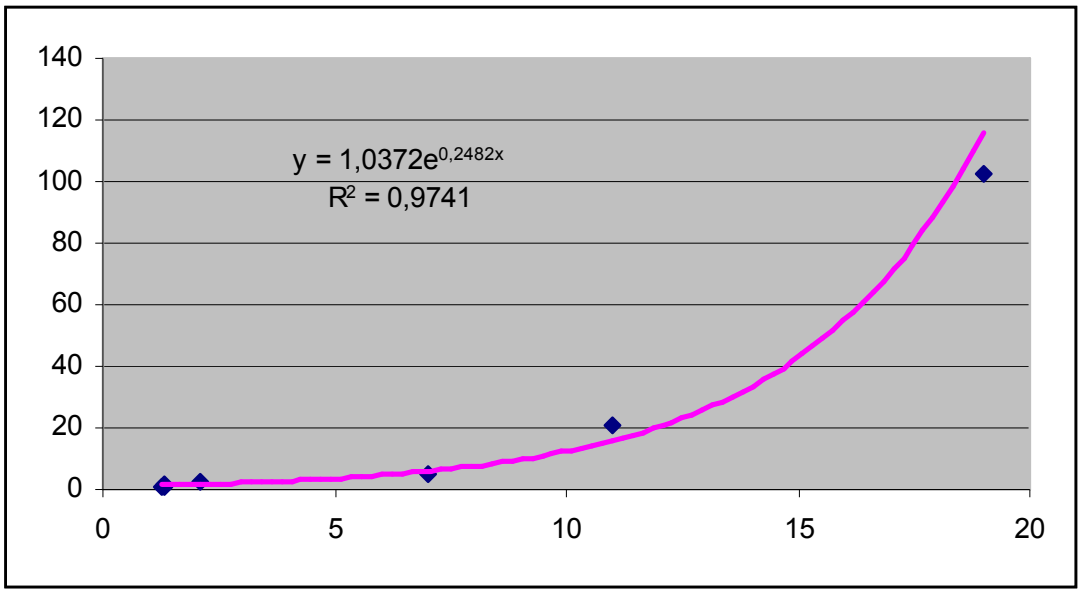


Рис. 3.5. *Рівень інфляції споживчих цін як функція від зміни грошової маси (М3) на кінець року за 1992-1998 роки (разів)*

Послаблення залежності рівня інфляції від зміни грошової маси після грошової реформи (вересень 1996 року) свідчить на користь збільшення довіри громадян до національної валюти і, як наслідок, збільшення попиту на гроші. Згадані вище чинники спричинили збільшення лагу впливу зміни грошової маси на інфляцію до 6 місяців, що слід вважати позитивним фактом для економіки.

Необхідно звернути увагу також на той факт, що при проведенні Національним банком політики “дешевих” грошей у 1992-1994 роках коливання рівня інфляції перевищували коливання зміни грошової маси (див. рис. 3.3 і 3.4). Навпаки, при проведенні політики “дорогих” грошей у 1995-1998 роках коливання зміни грошової маси були істотнішими за коливання рівня інфляції (див. рисунки Н.1, Н.2 додатка Н). Вищесказане підтверджує залежність рівня інфляції від інфляційних очікувань громадян, що є значно вищими за умов проведення експансійної грошової політики.

Якщо канал зміни грошової маси має стійкий зв'язок із рівнем споживчих цін, що свідчить про дієвість одного з каналів трансмісійного механізму, залежність між зміною реального ВВП і зміною грошової маси простежується слабо (таблиця 3.3 і рис. 3.6).

Таблиця 3.3

Динаміка деяких економічних показників в Україні за 1992-1998 роки (в %) [42, с.28-29,48,110]

Показники	**1992**	**1993**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**
Темп падіння ВВП	-9.9	-14.2	-22.9	-12.2	-10.0	-3.2	-1.7
Реальний ВВП	90.10	77.31	59.61	52.34	47.11	45.60	44.83
Темп зростання номінального ВВП	1680	2950	810	450	149.5	113.5	112.3
Рівень інфляції	2100	10256	501.1	281.7	139.7	110.1	120.0
Темп приросту грошової маси (М3)	1100	1900	700	213	135	134	125
Темп приросту офіційного курсу національної грошової одиниці	–	-1877	-726	-72	-5.3	-0.5	-80.5

Визначення ступеня залежності між зміною грошової маси і реальним ВВП є важливим для знаходження взаємозв'язку між експансійною чи рестрикційною монетарною політикою НБУ і економічним зростанням, оскільки можна підтвердити або заперечити позицію деяких науковців щодо повернення до експансійної грошової політики як необхідної умови росту реального ВВП.

Наведені у таблиці 3.3 дані показують, що грошова пропозиція протягом 1992-1998 років постійно розширювалась в умовах досить стрімкого скорочення обсягів реального ВВП (див. також рис. 3.6).

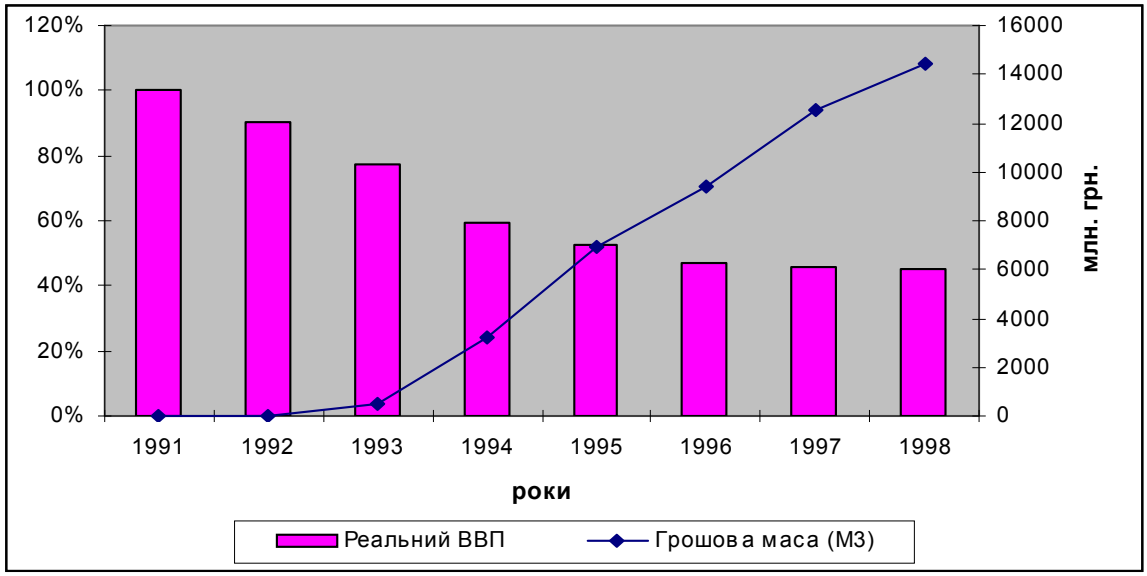


Рис. 3.6. *Реальний валовий внутрішній продукт і грошова пропозиція (М3) в Україні у 1991-1998 роках [42, с.28-29,48-51]*

Теорія монетаризму передбачає, що темпи приросту пропозиції грошей повинні співпадати з темпами зростання реального ВВП. З цього правила випливає, що при скороченні обсягів реального ВВП пропозицію грошей в Україні слід було також зменшувати. Таким чином, можна стверджувати, що в Україні іноді ігнорувались правила економічної теорії, наслідком чого став найвищий серед усіх країн (у мирних умовах) рівень інфляції та зниження реальної вартості грошей.

Визначаючи залежність ВВП від зміни грошової маси, проаналізуємо динаміку реального ВВП як функції від значень грошової пропозиції (таблиця 3.4).

Таблиця 3.4

Реальний валовий внутрішній продукт і грошова пропозиція (М3) в Україні у 1991-1998 роках [42, с.28-29,48-51]

Роки	Реальний ВВП, %	Грошова маса (М3), млн.грн.	Пропозиція грошей, виходячи з темпів реального ВВП, млн.грн.	Фактична пропозиція грошей до значення, виходячи з реального ВВП (3/4), млн.грн.
1	2	3	4	5

1991	100.00	2.4	2.4	1
1992	90.10	25	2.162	11.6
1993	77.31	482	1.855	260
1994	59.61	3216	1.431	2247
1995	52.34	6930	1.256	5518
1996	47.11	9364	1.131	8279
1997	45.60	12541	1.094	11463
1998	44.83	15718	1.078	13371

Зв'язок між реальним ВВП і грошовою масою (М3) може бути описаний регресивним рівнянням (див. рис. 3.7):

$$\textbf{Реальний ВВП} = -\,0.0656\text{Ln}(\text{M3}) + 1{,}0998$$
$$\mathbf{R^2} = 0.9673 \qquad (3.6)$$

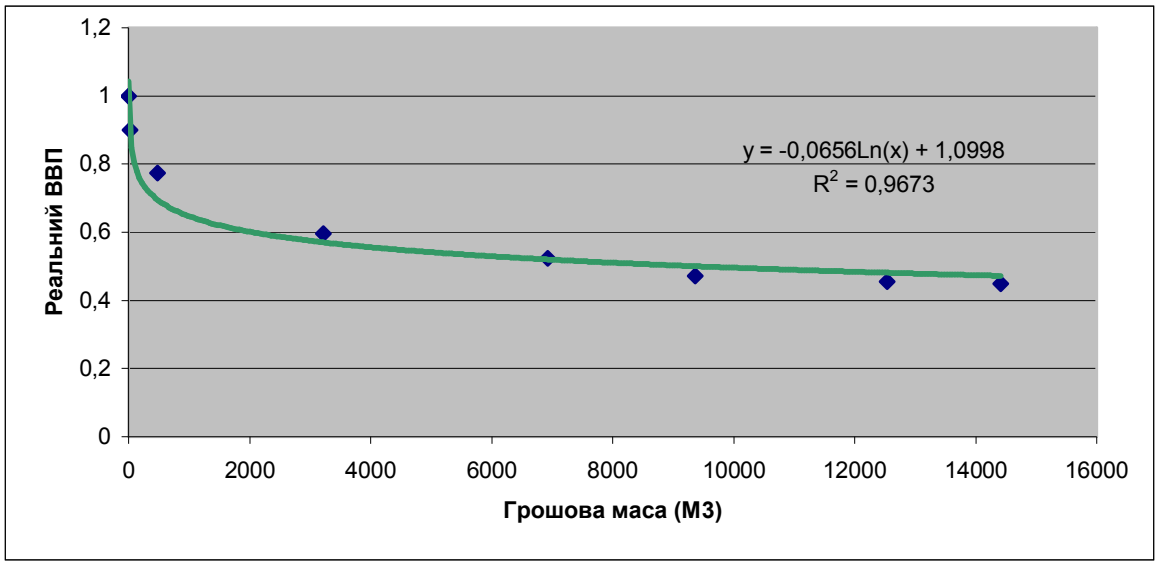


Рис. 3.7. *Реальний ВВП як функція від пропозиції грошей М3 за період з 1991 по 1998 роки*

Отримані результати показують: більше 96% спостережень описується цим рівнянням. Від'ємне значення першого члена рівняння підтверджує, що зростання пропозиції грошей у номінальному виразі викликало зниження реального ВВП. Тобто швидке зростання пропозиції грошей в Україні сприяло зниженню реального ВВП, а не його зростанню.

Це яскраве свідчення того, що експансійна грошова політика НБУ не приведе до збільшення реального ВВП, навпаки – реальний ВВП за умов необгрунтованої економічними змінами грошової експансії зменшиться.

До подібних висновків щодо залежності реального ВВП від грошової пропозиції (навіть точніших, оскільки аналізували середньомісячні значення грошових агрегатів) прийшли у своїх дослідженнях й відомі українські економісти [178, с.133-136].

Як зазначалося вище (стор. 142), грошова маса має позитивний вплив на реальну економіку, принаймні у короткостроковому періоді. Оскільки ціни є постійними у короткостроковому періоді, то збільшення грошової маси знижує процентну ставку. Це, у свою чергу, стимулює інвестиції, які є частиною реального ВВП. Внаслідок цього ВВП зростає. Таким чином, є певне виправдання збільшенню грошової маси. Однак в Україні після кількох років високої інфляції рівень невпевненості населення та інфляційні очікування є значними. Тому громадяни не здійснюють довгострокових господарських операцій, наслідком чого є швидке коригування цін відповідно до темпів зростання грошової маси.

Нерозвинутість ринкових інституцій, а саме слабкий розвиток фондового ринку корпоративних цінних паперів, не сприяють збільшенню інвестицій господарюючих суб’єктів у корпоративні права (тобто заміщенню високоліквідних грошових агрегатів менш ліквідними). Наслідком цього є зосередження зміни грошової маси здебільшого на зміні рівня цін, що спричиняє збільшення номінального, але не реального ВВП. Отже, експансійна грошово-кредитна політика за сучасних реалій України не має позитивного впливу на економічне зростання навіть у короткостроковому періоді.

Канал зміни процентної ставки є потужним інструментом впливу політики центральних банків на економіку розвинутих країн. Аналізуючи зазначений канал трансмісійного механізму для економіки України, тобто вплив зміни

процентних ставок на економічну активність, приходимо до висновку (детальніше див. розділ 2.1), що через нерозвиненість фондового ринку, низьку інвестиційну активність, а також через значний попит держави на фінансові ресурси, який проявлявся у мобілізації на покриття бюджетного дефіциту близько 70% “широких” грошей (М3), процентні ставки не відігравали значного впливу на економіку.

Залучення близько 90% кредитних ресурсів Національного банку на покриття дефіциту Державного бюджету, а не на рефінансування банків-ської системи, послабило значення процентних ставок як інструменту регулювання пропозиції грошей. На думку автора, рівень процентних ставок визначався не Національним банком, не банківською системою, а попитом уряду (особливо це проявилось протягом 1996-1998 років).

Ефективність застосування впливу зміни ставки рефінансування НБУ на кредитну активність комерційних банків виявилась незначною і через ряд інших причин: блокада реформ власності, а саме власності на землю і нерухомість. Це призводить до того, що банки навіть за відсутності достатнього рефінансування з боку НБУ мають надмірну ліквідність. Це свідчить про наявність вільних кредитних коштів у комерційних банків, які не спрямовуються останніми на кредитування клієнтів через відсутність належного забезпечення повернення кредитів. Таким чином, високі кредитні ризики комерційних банків не сприяють збільшенню обсягів кредитування та підвищення доступності кредитів для підприємств. Отже, зміна процентних ставок як канал передавального механізму грошової трансмісії не працював.

Вплив каналу цін як механізму грошової трансмісії на економічну активність у класичному розумінні (див. рис. 3.2) практично непомічений.

Теорія q Тобіна не спрацьовує через низьку інвестиційну активність, нерозвиненість фондового ринку, а також відсутність впливу зміни процентних ставок на економічну активність.

Вплив ефекту багатства на реальний ВВП незначний через зазначені вище обставини, а також у зв'язку з відсутністю у переважної більшості населення України достатніх активів, перш за все цінних паперів, нерухомості, землі тощо, зміна цін на які сприяла б підвищенню чи зниженню споживчих витрат.

Іншим каналом механізму грошової трансмісії є канал валютного курсу. Для визначення впливу обмінного курсу гривні до іноземних валют на економічну активність слід дослідити залежність зміни обмінного курсу гривні до чистого експорту.

Розглядаючи динаміку зміни експорту-імпорту щодо зміни реального обмінного курсу (рис. 3.8), слід зазначити відсутність стійких довгостро-кових тенденцій. Згідно з класичною економічною теорією, при зниженні реального обмінного курсу грошової одиниці експорт повинен збільшуватись, а імпорт зменшуватись і навпаки.

Зростання реального обмінного курсу гривні протягом 1996-1997 років не зупинило збільшення обсягів експорту (див. рис. 3.8). З іншого боку, номінальна девальвація обмінного курсу гривні з четвертого кварталу 1994 року по перший квартал 1996 року не зупинила зростання вартості імпорту товарів, що є наслідком впливу "негрошових" і "некурсових", потужніших чинників [178, с.280].

Внаслідок реальної девальвації обмінного курсу національних грошей експорт стає вигіднішим, а імпорт – дорожчим, сприяючи у цілому подоланню дефіциту платіжного балансу. Однак в Україні, через постійне адміністративне втручання протягом останніх років у зовнішню торгівлю, безпосередній вплив валютних курсів на динаміку чистого експорту є значно завуальованим. Така залежність характерна лише для короткостро-кового періоду, а при довгостроковому класична залежність між зміною обсягу зовнішньої торгівлі й обмінного курсу не спостерігається.

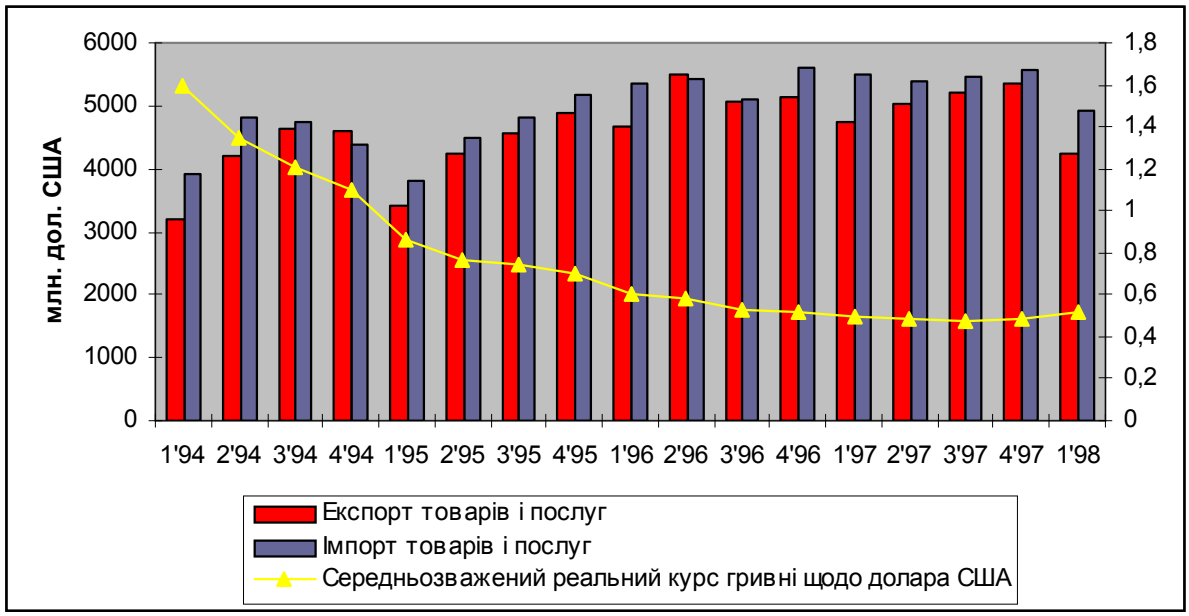


Рис. 3.8. *Динаміка експорту й імпорту товарів і послуг та реального курсу гривні щодо долара США [42, с.101-104; 127, с.40]*

Однією з причин є значна залежність українського виробництва від імпорту (в першу чергу від енергоносіїв), що призводить до подорожчання імпорту, а отже, і кінцевої експортної продукції.

Іншим вагомим чинником залишається адміністративне регулювання. Наприклад, значне зниження курсу гривні восени 1998 року повинно було б підвищити рівень експорту. Однак внаслідок введення обов'язкового продажу валюти на УМВБ за курсом продажу, значно нижчим за ринко-вий, зацікавленість експортерів у нарощенні обсягів експорту саме в цей період значно зменшилась. Покращення сальдо платіжного балансу протя-гом другого півріччя 1998 року відбулось в основному за рахунок значного зниження імпорту (вагомою причиною цього були обмеження доступу імпортерів до придбання валюти на УМВБ), а не нарощення експорту.

Отже, канал валютного курсу в сучасних умовах України не є дієвим механізмом грошово-кредитної передачі на економічну активність.

Останнім каналом механізму монетарної трансмісії є інфляційні очікування і невизначеність. Цей канал є суб'єктивним і залежить від поведінки

економічних агентів. Виміряти рівень інфляційних очікувань чи невизначеності досить важко. Однак вплив поведінки економічних агентів має надзвичайно велике значення на результативність грошово-кредитного регулювання економіки.

Вплив інфляційних очікувань і довіри до політики уряду та НБУ на економічні процеси можна проаналізувати наступним прикладом: у період високої інфляції, що мала місце в Україні протягом перших років реформування економіки, збільшення грошової маси призводило до відповідного збільшення цін (див. рис. 3.3). Після проведення у вересні 1996 року грошової реформи, характер якої був повністю компенсаційним, довіра населення до політики уряду зміцніла, про що свідчать деякі показники:

$\Rightarrow$ зміцніла довіра громадян до банківської системи – вклади населення в національній валюті у комерційних банках України зросли протягом 1997 року в 1,7 рази [42, с.98], у тому числі строкові депозити – у 1,8 раз, а депозити до запитання – у 1,5 раз. Перевищення темпів зростання строкових депозитів над темпами приросту депозитів до запитання свідчить про підвищення значення грошових збережень;

$\Rightarrow$ попит на гроші значно збільшився у 1997 році, про що свідчить розширення грошової бази на 33% при збільшенні рівня споживчих цін лише на 10,1%;

$\Rightarrow$ зріс показник монетизації (див. таблицю 3.1) з 11,5% у 1996 році до 13,6% у 1997 році.

У 1998 році ситуація погіршилась: рівень цін протягом року збільшився на 20%, а приріст грошової бази склав 22%. Таким чином попит на гроші зменшився. Це трапилося внаслідок фінансової кризи у серпні 1998 року. Швидке знецінення гривні у вересні 1998 року значно посилило інфляційні очікування, а також недовіру до політики уряду, наслідком чого стало зниження вкладів населення у банках із 3,123 млрд. грн. у серпні 1998 року до 2,955 млрд.

грн. у жовтні, або на 5,4%. Населення прагнуло вилучити свої вклади з банківських установ для переведення їх здебільшого у вільноконвертовану валюту, що збільшувало тиск на курс гривні, спричиняючи до макроекономічної нестабільності.

Посилення інфляційних очікувань сприяло підвищенню процентних ставок, що у кінцевому результаті негативно позначилось на економічній активності (рівень ВВП, починаючи з вересня 1998 року, після стабілізації і навіть деякого приросту за перше півріччя 1998 року (0,2%), зменшився на 1,7%).

Невизначеність економічних агентів в умовах фінансової кризи призвела до значного ризику здійснення підприємницької діяльності, особливо це стосується імпортерів, ціни на продукцію яких розрахову-вались за курсом, що перевищував офіційний іноді на 50%. Наслідком цього стало зниження економічної активності й реального ВВП.

Наведений приклад свідчить про значний рівень інфляційних сподівань населення України. Фінансова стабілізація 1996-1997 років зменшила такі очікування, проте реакція на фінансову кризу 1998 року економічних агентів була моментальною.

Таким чином, значний рівень інфляційних очікувань населення, що склався внаслідок фінансової кризи, відреагує перевищенням темпів зростання рівня споживчих цін над темпами приросту грошової маси. Невизначеність призведе до зменшення ділової активності. Отже, у цих умовах грошова емісія є недоцільною, оскільки вона у кінцевому випадку лише погіршить реальні макропоказники, досягнуті Україною за період фінансової стабілізації.

Підсумовуючи розгляд каналів впливу грошово-кредитної політики Національного банку на економіку, слід зазначити:

- роль держави і бюджету в економічній активності України є надзвичайно великою. Саме тому фіскальна політика перешкоджає ефективному проведенню монетарної політики;

- залежність впливу фінансових змінних на внутрішній попит, економічну активність і рівень цін виявити важко. У зв'язку з цим ми виділили лише кілька каналів передачі впливу монетарної політики на реальну економіку України: канал зміни грошової маси, канал інфляційних очікувань і невизначеності, однак жоден з них не є справді потужним;
- ми дійшли до висновку, що вплив зміни грошової маси на зростання реального ВВП є несуттєвим, до того ж зв'язок є негативним, тобто грошова експансія у кінцевому результаті призводить до зменшення рівня реального ВВП;
- стійкий зв'язок зміни грошової маси простежується лише щодо зміни рівня споживчих цін, посилюючись під час значних інфляційних очікувань, і зменшуючи свій вплив за умови зростання попиту на гроші.

Таким чином, на сучасному етапі економічного розвитку України зміна економічної активності практично не залежить від грошово-кредитної політики Національного банку: механізм, який забезпечує вплив позитивних змін у монетарній сфері на реальну економіку є надто слабким.

Це відбувається внаслідок повільних змін у відносинах власності, у бюджетній системі та системі оподаткування. Через нерозвиненість ринкових інституцій економічні агенти суспільства (споживачі й товаровиробники) не здатні адекватно реагувати на зміни в попиті чи пропозиції грошей.

Тому лише за умови швидких змін у системі оподаткування, у швидкій реальній приватизації, скороченні бюджетних витрат передавальний механізм впливу національних грошей на оздоровлення реальної економіки спрацює і забезпечить шлях до економічного зростання.

3.3. Основні напрями вдосконалення діяльності Національного банку України в умовах перехідного періоду

Проведене дослідження дає нам право стверджувати: від грошово-кредитної політики Національного банку багато в чому залежить успіх економічних перетворень в Україні. Тому створення ефективного механізму грошово-кредитної політики є особливо актуальним на сучасному етапі.

На думку автора, підходячи до питань вдосконалення діяльності Національного банку України, насамперед у сфері грошового регулювання економіки, слід враховувати комплекс заходів як на макрорівні (взаємовідносини НБУ з гілками влади та його роль і місце у загальнодержавному регулюванні економічних процесів), так і на мікрорівні (оптимізація інструментів здійснення монетарної політики, а також вдосконалення функціональних повноважень Національного банку).

Вирішення проблем економічної стабілізації в Україні значною мірою залежить від створення гнучкої системи державного регулювання, адекватної умовам ринкової економіки. Одна з основних складових цієї системи – законодавча основа діяльності Національного банку України і проведення останнім грошово-кредитного регулювання. Саме ці проблеми надзвичайно актуальні на теперішньому етапі, враховуючи, зокрема необхідність остаточного визначення статусу Національного банку і його роль у проведенні монетарного регулювання економіки в системі загально-державного регулювання економічними процесами.

Статус центрального банку держави має важливе значення щодо ефективності проведення монетарної політики. Сучасна економічна теорія наголошує на інфляційному нахилі економічної політики. Йдеться про те, що уряди країн намагаються стимулювати зростання випуску продукції в короткотерміновому періоді, створюючи додаткову інфляцію. Органи грошово-кредитного регулювання повинні протистояти цьому, забезпечую-чи стабільність цін. Основним тут є переконання суб’єктів економіки щодо

обіцянок уряду і центрального банку підтримувати низький рівень інфляції. Однак, як підтверджує минулий досвід, населення не дуже вірить обіцянкам.

Вирішенням цієї проблеми є відділення відповідальності за проведення монетарної політики від політичної влади і закріплення цього у законодавстві. Згідно з цією точкою зору, центральним банкам необхідно надати свободу формулювати і здійснювати монетарну політику відповідно до основних цілей, закріплених у законодавстві. Для підтвердження цього можна сказати наступне:

1) посилення монетарної політики, що полягає у контролі за грошовою масою, погіршує бюджетні позиції уряду. Зниження податкових надходжень, спричинене низьким рівнем економічної активності, погіршує бюджетний дефіцит і створює соціальну напругу в країні. Для покращення такої ситуації уряд може використати емісійні гроші. Чим впливовішим є уряд, тим з більшою вірогідністю він примусить центральний банк проводити політику, бажану для уряду. Що незалежнішим є центральний банк, то менше він зважатиме на політичний вплив з боку уряду;

2) діючі на власний розсуд політики часто бажають використати зростання грошової маси в короткотерміновому періоді для зниження безробіття. Однак використання цього інструменту призведе до підвищення інфляційних очікувань, що спричинять більший рівень інфляції без покращення ситуації з безробіттям. Тобто урядова політика спрямована на максимізацію соціального добробуту, наслідком чого є тенденція до інфляційної політики. Центральні банки не піклуються про соціальний добробут у широкому розумінні цього слова, їхнім завданням є досягнення стабільності цін. Таким чином, інфляційний нахил політики уряду зникне, якщо проведення монетарної політики здійснюється на розсуд центрального банку;

3) якщо домінує фіскальна політика, наприклад якщо органи грошово-кредитного регулювання не можуть вплинути на розмір дефіциту державного бюджету, грошова пропозиція стає ендогенною величиною. Це означає, що

якщо держава не може (чи не бажає) більше здійснювати додаткові борги, органи монетарного регулювання змушені будуть фінансувати бюджетний дефіцит за допомогою емісії. Якщо ж домінує монетарна політика, фіскальні органи змушені будуть зменшувати бюджетний дефіцит. Грошово-кредитна політика за інших рівних умов більшим чином є визначальною, якщо центральний банк є незалежним.

Отже, від визначення законодавчого статусу Національного банку багато в чому залежить успіх проведення економічної політики в Україні. Закон "Про банки і банківську діяльність", прийнятий ще у березні 1991 року, який заклав основи створення банківської системи України, не забезпечував належним чином правову регламентацію діяльності Національного банку. Формально цей закон забезпечував достатню незалежність НБУ, однак у зв'язку з тим, що законодавча та виконавча гілки влади постійно вели боротьбу за контроль над емісійною діяльністю Національного банку, закріплена законодавчо незалежність останнього зводилася до незалежності лише у технології банківської діяльності. Визначенням стратегії грошово-кредитного регулювання НБУ самостійно займатися не міг.

Саме тому гостро назріла необхідність прийняття спеціального Закону "Про Національний банк України", який підвищував би відповідальність цього інституту за забезпечення монетарної стабільності як запоруки успішного економічного розвитку, чітко визначав статус Національного банку, його роль і місце у системі органів державної влади зокрема та суспільстві у цілому.

Про важливість остаточного визначення статусу Національного банку свідчить і той факт, що проект закону "Про Національний банк України" існував понад чотири роки у різних його варіантах, однак Верховною Радою прийнятий лише у травні 1999 року. Це переконує у наявності серйозних розбіжностей у поглядах політиків і економістів нашої країни про роль і місце Національного банку в інституційно-правовій структурі економіки України.

На наш погляд, незалежність Національного банку полягає в тому, що НБУ відповідно до основ бюджетної, економічної політики формує грошово-кредитну політику. Економічну і фінансову політику розробляє уряд, а парламент затверджує її. Національний банк, отримавши документи, що визначають економічну і фінансову політику, самостійно (у межах затвердженої парламентом фінансової політики уряду) розробляє відповідну монетарну політику і специфічні фінансові інструменти, які б забезпечили якісне виконання політики, прийнятої парламентом. Верховна Рада не втручається у розробку монетарної політики і не затверджує її. Це завдання лише центрального банку. Національний банк повинен підтриму-вати економічну програму уряду доти, доки вона не суперечитиме виконан-ню основної функції українського центрального банку – забезпеченню стабільності власної грошової одиниці (стаття 99 Конституції України).

Виведення центральних банків з-під контролю виконавчої влади вимагається і відповідно до маастрихтських угод. Україна, яка стала 37-м членом Ради Європи, повинна розробляти свої закони таким чином, щоб вони були сумісними з принципами Угоди про створення Євросоюзу, оскільки стратегічною метою України повинно бути входження до нього.

Розглядаючи Закон “Про Національний банк України“, прийнятий Верховною Радою України 20 травня 1999 року, варто зупинитися на тих його положеннях, які, на нашу думку, потребують доопрацювання.

По-перше, зупинимося на складі Ради Національного банку. На наш погляд, призначення половини складу Ради НБУ президентом, а половини – парламентом не є цілком правильним, оскільки вже у самому механізмі формування Ради НБУ закладені протиріччя між виконавчою і законодавчою владою. У такому складі вищий керівний орган НБУ може де-факто перетворитися на зовнішній орган політичного контролю і нагляду за Національним банком і монетарною політикою.

Кращим є німецький варіант – Рада центрального банку складається з відомих банкірів, економістів, політиків, а не представників владних структур. Заслуговує на увагу також досвід Франції у створенні системи управління центральним банком: при Банку Франції створено Раду монетарної політики, до складу якої, крім Голови банку і двох його заступників, входять незалежні фахівці, які представляють інтереси суспільства і не можуть бути замінені до закінчення строку їх повноважень: голова страхової компанії, журналіст, професор економіки, промисловець, банкір та член парламенту. На думку автора, Раду НБУ слід було б доповнити присутністю відомих науковців у галузі банківської діяльності, банкіром. Такий крок зменшить заангажованість Ради НБУ, сприятиме ефективнішому виконанню Національним банком своїх основних функцій.

По-друге, Рада Національного банку, на наш погляд, отримала надто широкі повноваження, що стосуються практично усіх аспектів не лише стратегічного, але й поточного управління питаннями монетарної політики самим Національним банком. Можливість накладати Радою НБУ вето на рішення Правління Національного банку відстрочує їх виконання, що може призвести до відкладення виконання термінових рішень щодо збереження стабільності національної грошової одиниці.

При цьому, будучи вищим керівним органом Національного банку і отримавши значні повноваження, практично жодної відповідальності за помилковість своїх рішень Рада НБУ не несе. Цілковиту відповідальність несе Голова НБУ, але без надання йому відповідних прав.

Ми вважаємо, що у такому складі Рада Національного банку не повинна бути керівним органом НБУ, а може бути лише консультативним органом. Керівним органом Національного банку Рада може бути лише будучи частиною системи управління НБУ, а не працювати поза ним як спостережна рада. До

того ж члени Ради НБУ, окрім високого професіоналізму, повинні володіти політичним нейтралітетом.

По-третє, окремого розгляду вимагає термін перебування Голови Національного банку на своїй посаді. Згідно зі статтею 18 Закону “Про Національний банк України”, Голова Національного банку призначається Верховною Радою України за поданням Президента більшістю від конституційного складу Верховної Ради терміном на 5 років. На наш погляд, доцільніше було б законодавчо визначити термін перебування на посаді Голови НБУ протягом 8 років без права бути переобраним.

Правильність такого рішення підтверджує і зарубіжний досвід: у більшості розвинених країн термін перебування на посаді керівника центрального банку є тривалим. Наприклад, 7 років – в Ірландії, Австралії, Канаді; 8 років – у Німеччині; керівник центрального банку в Данії, Фінляндії, Норвегії взагалі не обмежений у терміні перебування на посаді. Триваліший термін перебування на посаді керівника центрального банку збільшує незалежність останнього від політичного тиску. У випадку повторного призначення виникає небезпека зменшення ступеня його особистої незалежності. Така зміна у Законі “Про Національний банк України” відповідала б також вимогам Європейського співтовариства: члени виконавчого комітету Європейського центрального банку призначаються на вісім років без права другого терміну.

Окремої уваги вимагають питання емісійної діяльності Національного банку України. У роботі ми доводили зв’язок між грошовою масою, цінами, та валютним курсом. Тому в національній грошовій і валютній політиці слід було б використовувати положення “грошового правила” М.Фрідмена, за яким фінансові потреби на надзвичайні обставини мають задовольнятися за рахунок відповідних статей бюджету, без звернення до нової емісії та збільшення грошової маси, оскільки інфляція і збільшення грошової маси безвідносно до

приросту реального виробництва аж ніяк не сприяє процесу збільшення рівня виробництва.

Досвід 1992-1993 років свідчить, що спонтанні емісійні вливання, розпорошуючись у банківській системі і працюючи у тіньовій економіці, супроводжуються новими інфляційними витками, збільшенням кредитор-ської і дебіторської заборгованості, але не реальним приростом ВВП. Як показала практика, такого роду кредити здебільшого використовувалися або вкрай неефективно, або не за цільовим призначенням.

Гроші, як і будь-який інший товар, завжди мають свою ціну (в даному випадку ціна грошей виражається у нормі позичкового процента). Тому надання пільгових кредитів не сприятиме ефективному використанню пози-чених коштів. Лише необхідність отримання грошей за "ціною, що склалася на ринку" сприятиме ефективному використанню залучених коштів, а також пошуку і мобілізації внутрішніх ресурсів підприємств, які, як правило, самі повинні знаходити резерви виходу з кризи або збанкрутувати чи змінити форму власності. Якщо хтось не може вижити в умовах ринкової конкуренції – такі підприємства закриваються. Ми вважаємо, що доцільніше платити допомогу по безробіттю працівникам, аніж дозволяти їм витрачати свої сили на виробництво нерентабельної продукції.

Досвід деяких країн з перехідною економікою (Польща, Чехія, Словач-чина, Угорщина та ін.) свідчить, що джерелом необхідних для підприємств фінансових ресурсів можуть бути внутрішні ринки акціонерного капіталу, їх власні резерви, зарубіжні інвестиції та кредити іноземних банків, а не додаткова грошова маса. У результаті швидкого розвитку фондових ринків у компаній з'являється альтернативна форма залучення капіталу, що зменшує його вартість безвідносно до вартості кредитів.

З цього випливає, що для України є актуальними питання, пов'язані з прискоренням процесу приватизації, розбудовою інвестиційної інфраструк-тури

(розвиток фондового ринку, реформування банківської діяльності, формування системи небанківських фінансово-кредитних установ), переорієнтацією податкової системи з фіскальних функцій на регулюючі, запровадження інституту власності на землю.

Окрім того, слід також наголосити, що сьогодні збільшити грошову пропозицію можна за допомогою вдосконалення банківського і загально-господарського регулювання – безвідносно до механічної грошової емісії. Наприклад, комерційні банки практично не виконують цілий ряд операцій, пов'язаних з нарощуванням грошової маси. Протягом 1992-1998 років спостерігалося стале збільшення готівки в загальному обсязі грошової маси (з 20 до 49%), при одночасному зменшенні частки депозитів підприємств (з 60 до 22,8%). Така тенденція свідчить про надто слабкі зусилля банківської системи щодо акумулювання і ефективного перерозподілу фінансових ресурсів.

Таким чином, разом з продовженням здійснення послідовних заходів, направлених на обмеження приросту грошей в обігу, можна виділити ще один напрям – подолання нераціональної структури грошової маси в Україні, що проявляється у порівняно високій питомій вазі готівки в загальному грошовому обороті. У зв'язку з цим Національному банку як організатору грошових розрахунків в Україні слід проводити заходи, спрямовані на вдосконалення платіжно-розрахункового механізму та впровадження новітніх електронних технологій у сфери, де традиційно головна роль належить готівці (розрахунки по заробітній платі, роздрібна торгівля тощо). Запровадження національної системи масових електронних платежів є найважливішим завданням у цій сфері.

Стабільність грошей не варто недооцінювати. Якщо є стабільні гроші, це (навіть за інших складних обставин) надійна основа для всього народно-го господарства. Тому повернення до емісійної активності Національного банку в будь-якій формі (чи цільова емісія, чи на покриття тимчасового розриву між видатками і надходженнями в бюджеті) повинно бути законодавчо заборонено.

Монетарна політика повинна спрямовуватися на створення стабільних грошей, щоб запобігти значній інфляції. Жодних інших цілей для монетарної політики не повинно бути.

Ейнарс Репше, керуючий банком Латвії, стверджує: “не дозволяйте записати що-небудь ще до цілей монетарної політики. Жодних натяків на розвиток народного господарства, жодних натяків на розвиток окремих секторів. Нічого, оскільки на ці натяки завжди знайдеться група інтересів, що будуть використані для тиску на Національний банк в сторону емісії. А необгрунтована емісія – це ціль до інфляції, потім – до гіперінфляції. Це ціль у нікуди” [136, с.14].

Таким чином, створення законодавчих передумов у визначенні місця і ролі Національного банку України в системі органів держави, а також емісійного центру, який скеровує кредитну систему, все ще виступає сьогодні вирішальним фактором формування і розвитку всієї грошово-кредитної політики в країні.

Принципово важливою є і проблема чіткого розмежування функцій Національного банку України та комерційних банків.

Банківські системи країн Заходу розвиваються у напрямку звуження функціонального діапазону повноважень своїх центральних банків. Наді-ляючи їх монопольним правом управління грошовим обігом і забезпечення його стабільності, вони водночас розглядають ці повноваження не лише як визначальну, а й, по суті, як єдину сферу їх основної діяльності. Концентрація функціональних дій центральних банків виключно на проблемах грошової стабілізації посилює дієвість їхньої політики.

У зв’язку з цим сумнівною бачиться доцільність здійснення Національ-ним банком України безпосереднього контролю за діяльністю комерційних банків. У принциповому плані така політика не виключена. Проте, як свідчить світовий досвід, вона не завжди ефективна і виникають протиріччя між цілями монетарної політики, що проводиться центральним банком, та

відповідальністю, пов’язаною з виконанням останнім функцій банківського нагляду. З урахуванням цього, у багатьох країнах ринкової економіки створені спеціальні урядові інституції щодо реалізації зазначеної функції. Ми вважаємо, що функцію нагляду доцільно вивести зі сфери повноважень НБУ і об’єднати весь нагляд над фінансовим ринком, включаючи фондовий ринок і страхові компанії, у одне незалежне об’єднання.

Центральний банк не повинен вести комерційні операції з будь-ким. Національний банк не має бути операційним банком. Однак НБУ обслуго-вує значну частину бюджетних організацій. Велику владу Національного банку не слід використовувати для перетягування клієнтів з комерційних банків (навіть таких, як Верховна Рада, Кабінет Міністрів, адміністрація Президента, інші владні структури, які вже обслуговуються у Національ-ному банку). Національний банк повинен бути сильним і незалежним у визначенні, насамперед, емісійної, курсової політики, монетарної політики в цілому. Але не політики операційних, кредитних, фіскальних дій.

При здійсненні операцій Національний банк не повинен зіштовхува-тися з ризиком. Йому слід уникати цього, бути захищеним. Ризик – справа комерційних банків.

Окрім деякого звуження функціональних обов’язків Національного банку, потребують вдосконалення й інструменти грошово-кредитного регулювання.

Перш за все це стосується операцій на відкритому ринку. Національ-ний банк здійснює діяльність на первинному ринку цінних паперів, тобто займається прямою емісією. Зрозуміло, що на Національний банк чинить тиск виконавча влада. Однак, здійснюючи операції на первинному фондовому ринку, НБУ, по суті, перетворився у комерційний банк. У борговій піраміді частка Національного банку дуже велика (близько 70%).

Законодавством повинна бути закріплена (і повинна виконуватись) пряма заборона надання кредитів центральним банком уряду і купівлі державних

цінних паперів на первинному ринку. Національний банк здатний ефективно регулювати обсяг грошової маси лише шляхом купівлі-продажу цінних паперів на вторинному ринку.

Вдосконалення потребують і мінімальні резервні вимоги. Необхідно диференційовано підходити до встановлення нормативів резервування. Особливо це стосується строкових депозитів, адже чим триваліший термін, на який банк залучив кошти клієнтів, тим простіше обчислити і спрогно-зувати динаміку пасивів банку, а отже, виникає можливість зниження ризиків, що повинно супроводжуватись зменшенням резервних вимог.

НБУ за Конституцією отримав право законодавчої ініціативи. Щоб банківська система України нормально працювала, потрібно близько 20 законів. Проте у нас прийняті лише Закони “Про банки і банківську діяльність” і “Про Національний банк України”. Законодавча активність Національного банку є вкрай низькою і вимагає негайної активізації.

Насамперед необхідно створити ефективний механізм страхування банківських депозитів. Для цього слід прийняти закон “Про фонд гарантування вкладів фізичних осіб”, у якому має йтися не лише про гарантію їх повернення, а й про гарантію компенсації втрат від знецінення. Це дасть змогу щорічно залучати значні вільні кошти населення і використовувати їх на кредитні ресурси.

Виплата процентів за вкладами населення навіть у половинних розмірах від того, що сьогодні сплачує держава за ОВДП, по-перше, забезпечила б збільшення реальних доходів населення, по-друге, позитивно позначилася б на стабілізації грошової одиниці.

Світовий досвід знає багато шляхів мобілізації вільних коштів населення з метою зміцнення національної грошової одиниці. Однак в Україні Національний банк і комерційні банки недостатньо володіють цим інструментом. Наприклад, капітальні вкладення у сферу житлового будівництва становлять у середньому

третину загального обсягу інвестицій в економіку розвинутих країн. Для успішного функціонування системи житлових заощаджень треба прийняти закон “Про будівельні заощадження громадян і кредитування будівництва житла”.

Для мінімізації впливу спекулятивного фактору на курс національних грошей в сучасних умовах доцільно було б запровадити заходи щодо обмеження неорганізованого валютного ринку. Перш за все необхідно обмежити неконтрольовані грошові потоки у виключно “доларових” сферах: ринки нерухомості, автомобільні ринки тощо. Як тимчасовий захід слід було б запровадити обов’язковий механізм безготівкових розрахунків при купівлі нерухомості та реєстрації транспортних засобів.

Узагальнюючи основні напрями вдосконалення діяльності Національ-ного банку України, слід зазначити, що існує значний потенціал покра-щення ситуації у сфері грошово-кредитного регулювання, значний потен-ціал власне банківської системи для покращення ситуації в економіці держа-ви. Однак згадані заходи виявляться обмеженими без ефективного рефор-мування інших сфер економіки: бюджетно-податкової, структурної тощо.

Уряд з року в рік не здійснює ті реформи, що мають привести до збільшення надходжень до бюджету. Маючи обмежені ресурси, робить борги і рано чи пізно постає перед проблемою: їх нічим сплачувати. Без перебудови бюджетного процесу нічого не зміниться.

Лише швидке реформування економіки на основі виваженої загально-державної політики здатне привести до покращення стану справ у нашій державі загалом. При цьому основною умовою такого покращення є незмінність курсу грошово-кредитного регулювання економіки, метою якого повинна бути стабільність цін в Україні як запорука довгострокового економічного зростання і покращення життєвого рівня населення.

Ми вважаємо, що висловлені пропозиції, які візьме на озброєння фінансова політика, покращать сучасний стан економіки і приведуть до економічного зростання. Тільки за цих умов передавальний механізм впливу національної валюти на оздоровлення реальної економіки спрацює і забезпечить вихід із тривалої кризи.

Висновки до розділу 3

На основі дослідження проблем грошово-кредитного регулювання економіки та вдосконалення діяльності Національного банку України, можемо зробити наступні висновки:

1. Проведене дослідження дає підставу стверджувати, що заходи експансійної грошово-кредитної політики та пов’язані з ними можливості проінфляційного стимулювання економічної активності в Україні на даному етапі здійснення ринкових реформ є неприйнятними, оскільки можливості для неінфляційного зростання грошової маси досить обмежені.

2. На основі аналізу зміни коефіцієнта монетизації в Україні ми зробили висновок про відсутність прямої залежності між динамікою рівня монетизації ВВП і темпами зростання грошової маси, що є безпосереднім об’єктом монетарної політики НБУ. Тобто проблема підвищення рівня монетизації ВВП лежить за межами емісійної активності НБУ.

3. Дослідивши вплив каналів механізму грошової трансмісії на економіку України, можна сказати про дієвість лише окремих каналів: каналу зміни грошової маси та каналу інфляційних очікувань і невизначеності, однак жоден з них не є справді потужним. Ми дійшли до висновку, що вплив зміни грошової маси на зростання реального ВВП є несуттєвим, до того ж зв’язок є негативним, тобто грошова експансія у кінцевому результаті не приводить до зростання рівня реального ВВП.

4. На основі дисертаційного дослідження ми запропонували ряд заходів щодо вдосконалення грошово-кредитної політики НБУ, збільшення рівня незалежності Національного банку. Насамперед ці заходи стосуються зміни статусу Ради НБУ як вищого керівного органу, оскільки у такому складі Ради і за таких широких її повноважень Національний банк фактично втрачає незалежність щодо визначення і проведення грошово-кредитної політики.

Інша група заходів, спрямованих на вдосконалення діяльності НБУ, стосується звуження функціонального поля діяльності Національного банку і концентрації функціональних дій НБУ виключно на проблемах грошової стабілізації, що дасть змогу посилити їх дієвість.

ВИСНОВКИ

Дослідження діяльності Національного банку в системі регулювання грошово-кредитних відносин в економіці України дозволило обгрунтувати такі положення і висновки.

1. Трансформаційні процеси, що відбуваються в Україні на всіх рівнях управління в бік ринкових відносин, обумовили створення дворівневої банківської системи, стрижневою ланкою якої є Національний банк України. Така роль Національного банку визначається його статусом монопольного органу щодо постачання країни грошовими коштами. Він є головним органом державного регулювання макроекономічних процесів за допомогою грошово-кредитних методів, тому місце центрального банку в ринковій економіці багато в чому визначає хід та напрямок економічного розвитку країни.

2. Важливе значення для ефективності проведення центральним банком грошово-кредитного регулювання економіки займає незалежність останнього від рішень органів виконавчої влади. Проведене дослідження довело наявність

тісного зв’язку між незалежністю центрального банку й інфляцією: що більшою є незалежність, то меншим є рівень інфляції в країні, стабільніше й ефективніше функціонує фінансово-кредитна система зокрема та економіка у цілому. Важливим фактором цінової стабільності у країнах із незалежним центральним банком є низькі інфляційні очікування, що грунтуються на довірі суспільства до грошово-кредитної політики, яка виключає можливість політичного тиску на рішення банку. Таким чином, саме від вибору ступеня самостійності Національного банку України та можливостей його впливу на розвиток економічних процесів значно залежить соціально-економічне становище держави, її економічний і політичний суверенітет.

3. Аналіз світового досвіду формулювання цілей монетарної політики дозволив віднести до вищої цілі діяльності Національного банку України прагнення до стабільності національних грошей, що утотожнюється зі стабільністю цін. Оскільки лише за умови стабільних (або майже стабільних) цін економічні агенти (фірми і громадяни) здатні вести передбачувану і ефективну господарську діяльність.

4. Дослідження грошово-кредитної політики Національного банку України дозволило визначити її як сукупність заходів, спрямованих на регулювання пропозиції грошей в економіці. До таких заходів слід віднести облікову політику НБУ, обов’язкове резервування залучених коштів комерційних банків, політику відкритого ринку.

Проведене дослідження показало, що в умовах перехідної економіки України облікова і ломбардна політика не використовуються у повному обсязі як інструмент грошово-кредитного регулювання через недостатній розвиток вексельного обігу, а також використання Національним банком своїх ресурсів переважно для кредитування уряду, а не комерційних банків. Завданням НБУ має стати створення умов для поступового пониження загального рівня процентних ставок в економіці, особливо процентних ставок за кредитами

реальному сектору економіки до рівня, що стимулює зростання платоспроможного попиту на позичкові ресурси. Основною умовою щодо забезпечення пониження облікової ставки є використання кредитної емісії НБУ на рефінансування комерційних банків, а не на кредитування уряду.

На основі дослідження політики мінімальних резервних вимог Національного банку, а також вивчення досвіду зарубіжних країн, пропонується здійснити наступні заходи щодо вдосконалення діючої системи резервування:

- оскільки мінімальні резервні вимоги є інструментом монетарного регулювання, придатнішим для вирішення довготермінових завдань грошово-кредитної політики, часті його зміни не сприяють стабілізації роботи банківської системи зокрема та економіки у цілому. В Україні зміни норм мінімальних резервів здійснюються досить часто (п’ять разів протягом 1993-1998 років). З метою запобігання подібного у майбутньому доцільно прийняти спеціальний законодавчий акт, лише у рамках якого НБУ може встановлювати різні норми резервів і типи зобов’язань банку, на які вони поширюються;
- чинним сьогодні Положенням норма резервування коштів у іноземній валюті становить 17%, до того ж резервування здійснюється у гривнях. В інтересах розвитку банківської системи варто було б знизити резервування коштів у іноземній валюті до рівня 4-6%, а також дозволити здійснювати резервування у іноземній валюті;
- доцільно запровадити у практику диференціацію норм резервування залежно від характеру і строку вкладу, типу вкладника тощо.

Для підтримки необхідної ліквідності банківської системи НБУ здійснює рефінансування комерційних банків. Проведене нами дослідження показало, що можливості Національного банку щодо надання кредитної підтримки економічному сектору були дуже обмеженими, тому що Національний банк протягом усього періоду своєї діяльності направляв переважну більшість емісійних коштів як через пряме кредитування на покриття дефіциту

державного бюджету, так і через придбання державних цінних паперів. Тому для ефективнішого використання цього інструмента слід продовжити переорієнтацію Національного банку з кредитування уряду на кредитування комерційних банків, що сприятиме спрямуванню ресурсів у реальну економіку, без чого неможливе економічне зростання в Україні.

Аналіз операцій НБУ з державними цінними паперами дозволяє зробити висновок про відсутність між гілками влади єдиної політики щодо розвитку ринку ОВДП. Держава може покладатися на ОВДП як джерело покриття дефіциту бюджету лише у тому випадку, коли співвідношення ВВП/ОВДП буде незначним, а також борг буде тривалим у часі і дешевим. Важливою проблемою є участь Національного банку у первинному розміщенні державних цінних паперів (понад 70% усього обсягу розміщення ОВДП). Операції на відкритому ринку зводяться до діяльності НБУ щодо купівлі-продажу державних цінних паперів на вторинному ринку, змінюючи таким чином обсяг грошової маси в обігу. Купівля ж НБУ облігацій державної позики при первинному їх розміщенні є по суті прямим кредитуванням уряду і повинна бути законодавчо заборонена.

Таким чином, дослідивши основні операції НБУ щодо грошово-кредитного регулювання економіки, слід відзначити, що вплив НБУ на стан фінансового ринку України досить значний, однак не завжди потенціал його інструментарію використовується відповідно до ринкових методів.

5. Політика курсоутворення Національного банку за часу його діяльності побудована в основному на встановленні фіксованого курсу національної грошової одиниці у різних його типах. На наш погляд, зважаючи на значні негативні тенденції на світових фінансових ринках і непрогнозованість майбутньої ситуації в Україні, ефективнішим режимом курсоутворення був би режим керованого плаваючого курсу, при якому центральний банк проводить

інтервенції, але з метою підтримання рівноваги і недопущення значних курсових коливань.

6. Дослідивши грошові агрегати, приходимо до висновку: в Україні структура грошової маси, що знаходиться в обігу, ще не досягла розвинених форм. Перш за все це проявляється у співвідношенні готівки і загальної маси грошей в обігу (станом на 1 січня 1999 року питома вага готівки у загальній сумі грошової маси (М3) становила 46%). Зменшення рівня готівки в обігу є чи не найактуальнішою проблемою регулювання грошового обігу в Україні. Для вирішення цієї проблеми пропонуються наступні заходи:

- дієвим фактором зменшення готівки в обігу є стимулювання депозитних операцій підприємств і, особливо, населення через виплату банками процентів за вкладами;
- необхідно прийняти законодавство щодо гарантування вкладів населення;
- доцільно прискорити запровадження розрахунків фізичних осіб у безготівковій формі, створюючи для цього на рівні держави сприятливі умови (наприклад, нарахування за вкладами до запитання фізичних осіб процентів як за строковими вкладами);
- найефективнішим заходом щодо зменшення кількості готівки в обігу повинен бути, на нашу думку, перехід до масових безготівкових розрахунків за допомогою пластикових карток. Доцільно на рівні держави створити національну пластикову картку, зробивши її недорогою (чи навіть безкоштовною) для населення і підприємств торгівлі і сфери послуг. Організатором цього перш за все повинен виступити НБУ, залучивши комерційні банки до фінансування цього проекту.

Зазначені заходи сприяли б зменшенню готівкового грошового обороту і, таким чином, комерційні банки через ефект мультиплікатора змогли б спрямовувати вільні ресурси на кредитування підприємств.

7. Для України невідкладним є завдання відновлення економічного росту. При цьому одна з основних проблем полягає у тому, чи володітиме українська економіка достатніми ресурсами для зростання інвестицій до рівня, що відповідає потребам структурної перебудови і економічного росту. У контексті цієї проблеми актуальним є питання щодо вибору подальшої стратегії в сфері монетарної політики. Мова йде про альтернативність між існуючим на даний момент досить жорстким курсом у цій сфері та курсом, який передбачає можливість застосування експансійної грошово-кредитної політики в Україні.

Проведене дослідження дає підставу стверджувати, що заходи експансійної грошово-кредитної політики та пов’язані з ними можливості проінфляційного стимулювання економічної активності в Україні на даному етапі здійснення ринкових реформ є неприйнятними, оскільки можливості для неінфляційного зростання грошової маси досить обмежені. В умовах нерозвиненості інфраструктури фондового ринку додаткова грошова маса має невиробниче споживання і стимулює лише інфляційні процеси. Саме жорстка монетарна політика сприяє сповільненню інфляційних процесів, понижує інфляційні сподівання, що нівелює їх негативний вплив на економіку і забезпечує нормальні умови для прогнозування та планування господарської діяльності.

Зважаючи на ці результати, можна стверджувати, що для стабілізації української економіки та створення можливостей для її зростання, уряду та НБУ необхідно утримувати жорстку монетарну політику. “Стабілізаційна” ціль грошово-кредитної політики є єдиною альтернативою регулювання у сучасний період, оскільки досягнення тривалого економічного росту неможливе за відсутності стабільних грошей.

8. Дослідження зміни коефіцієнта монетизації в Україні дозволяє нам зробити висновок про відсутність прямої залежності між динамікою рівня монетизації ВВП і темпами зростання грошової маси, яка є безпосереднім об’єктом монетарної політики НБУ. Збільшення темпів грошової емісії призведе

не лише до зростання рівня інфляції, але й знизить довіру до національних грошей, наслідком чого стане подальше зниження коефіцієнта монетизації навіть порівняно з теперішнім відносно невисоким рівнем. На наш погляд, саме у покращенні структури грошової маси (зниження рівня готівки до 10-15%, повернення якої до банківської системи через ефект мультиплікатора дасть реальний приріст грошової маси) криється потенціал значного збільшення рівня монетизації економіки України.

Таким чином, проблема підвищення рівня монетизації ВВП лежить за межами емісійної активності НБУ. Відновлення довіри до національних грошей, що може відбутися лише за монетарної політики Національного банку, спрямованої на утримання стабільних цін, приведе до поступового росту коефіцієнта монетизації, оптимальний рівень якого для України знаходиться у межах 30-40% ВВП.

9. Досліджуючи проблеми монетарної політики в системі загально-державного регулювання економіки, необхідно звернути увагу на відсутність координації між грошово-кредитною і бюджетно-податковою політикою: антиінфляційній спрямованості першої протистоїть проінфляційна спрямованість другої, яка полягає не лише у факті збереження дефіциту бюджету, але й у характері використання його видаткової частини. Неузгодженість заходів макроекономічної політики, непослідовність у її проведенні знижують ефективність грошово-кредитного регулювання економіки зокрема і макроекономічної політики у цілому. Це обумовлено тим, що структура української економіки майже не змінилась, залишилась інертною відносно ринкових механізмів. Через нерозвиненість ринкових інститутів дієвість монетарних заходів виявилася дещо обмеженою в умовах трансформації економіки України. Причини хронічної економічної кризи знаходяться не у монетарній, а в загальнодержавній політиці, яка не забезпечила адекватної ринкової трансформації реальної економіки.

10. Розглядаючи діяльність НБУ в системі регулювання грошово-кредитних відносин економіки країни, необхідно приділити увагу каналам, через які зміни у пропозиції грошей впливають на реальний сектор економіки, тобто механізму грошової трансмісії. Ми виділили п’ять різних каналів передавального механізму грошово-кредитної політики: канал зміни грошової маси, канал зміни процентної ставки, канал цін, канал валютного курсу, інфляційні очікування і невизначеність. Дослідивши вплив зазначених каналів грошово-кредитної політики НБУ на економіку, ми прийшли до таких висновків:

- залежність впливу фінансових змінних на внутрішній попит, економічну активність і рівень цін виявити важко. Тому ми виділили лише кілька каналів передачі впливу монетарної політики на реальну економіку України: канал зміни грошової маси, канал інфляційних очікувань і невизначеності, однак жоден з них не є справді потужним;
- ми дійшли до висновку, що вплив зміни грошової маси на зростання реального ВВП є несуттєвим, до того ж зв’язок є негативним, тобто грошова експансія у кінцевому результаті не приводить до зростання рівня реального ВВП;
- стійкий зв’язок зміни грошової маси простежується лише щодо зміни рівня споживчих цін, посилюючись під час значних інфляційних очікувань, і зменшуючи свій вплив за умови зростання попиту на гроші.

Таким чином, на сучасному етапі економічного розвитку України зміна економічної активності лежить за межами грошово-кредитної політики НБУ: механізм, який забезпечує вплив позитивних змін у монетарній сфері на реальну економіку є надто слабким.

11. На основі дисертаційного дослідження автором пропонуються наступні заходи щодо вдосконалення діяльності НБУ на макрорівні:

- переглянути у Законі “Про Національний банк України” положення стосовно Ради НБУ, змінивши її статус з вищого керівного органу

Національного банку на дорадчий, усунувши таким чином протиріччя у згадуваному вище Законі між значними повноваженнями Ради НБУ і відсутністю будь-якої відповідальності її членів за помилковість своїх рішень;

- зменшити заангажованість Ради НБУ присутністю не лише офіцій-них осіб, а й відомими науковцями у галузі банківської справи, банкіром; при цьому члени Ради НБУ повинні зберігати політичний нейтралітет;
- доцільним вважається зміна терміну перебування на посаді Голови НБУ в сторону збільшення як запорука його особистої незалежності від політичного тиску;
- потрібно зменшити функціональне поле діяльності Національного банку (нагляд за діяльністю банківських установ, розрахунково-касове обслуговування державних структур), оскільки концентрація функціональних дій НБУ виключно на проблемах грошової стабілізації посилить їх дієвість.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Конституція України: Прийнята на п’ятій сесії Верховної Ради України 28 червня 1996 р. – К.: Преса України, 1997. – 72 с.

2. Закон Української РСР “Про банки і банківську діяльність” // Галицькі контракти. – 1997. – № 7. – С. 68-73.

3. Закон України “Про Національний банк України” // Урядовий кур’єр. – 1999. – № 120-121. – С. 1-9.

4. Закон Української РСР “Про підприємництво” // Відомості Верхов-ної Ради України. – 1991. – № 14. – С. 168.

5. Закон Української РСР “Про цінні папери і фондову біржу” // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 38. – С. 508.

6. Декрет Кабінету Міністрів “Про систему валютного регулювання і контролю” від 19 лютого 1993 р. із змінами, внесеними згідно з Законом №295/97-ВР від 3 червня 1997 р. // Галицькі контракти. – 1998. – № 50. – С.81-84.

7. Збірник законодавчих актів Української РСР. – К., 1991. – 152 с.

8. Збірник нормативних актів Національного банку України за 1996 рік: У двох частинах. – К.: НБУ, 1997. – 340 с.

9. Інструкція № 4 про організацію роботи з готівкового обігу установами банків України (13.10.1997 р.) // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – 1997. – № 12. – С. 7-67.

10. Інструкція про порядок регулювання та аналіз діяльності комерційних банків, затверджена постановою Правління Національного банку України від 14 квітня 1998 р. № 141 // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – 1998. – № 7. – С. 11-68.

11. Основні напрями грошово-кредитної політики на 1998 рік // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 3. – С. 6-10.

12. Положення про міжбанківські розрахунки в Україні, затверджене постановою Правління Національного банку України від 8 жовтня 1998 р. № 414 // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – 1998. – №11. – С. 36-92.

13. Положення про нормативи обов’язкового резервування коштів банківською системою України, затверджене постановою Правління Національного банку України від 9 липня 1999 р. № 332 // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 9. – С. 6-8.

14. Положення про Фонд гарантування вкладів фізичних осіб, затверджене постановою Кабінету Міністрів України і Національного банку України від 21

січня 1999 р. № 70 // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – 1999. – № 3. – С. 6-10.

15. Проект Закону України “Про Національний банк України” // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – 1997. – № 6. – С. 50-68.

16. Алисов Е.А. Правовое регулирование валютных отношений в Украине. – Х.: Фирма “Консул”, 1998. – 142 с.

17. Андронов О., Береславська О. Українській міжбанківській валютній біржі – п’ять років // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 7. – С. 31-36.

18. Банки и банковские операции: Учебник для вузов / Е.Ф. Жуков, Л.М. Максимова, О.М. Маркова и др.; Под ред. Е.Ф. Жукова. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997. – 471 с.

19. Банківська енциклопедія / Під ред. А.М. Мороза. – К.: Ельтон, 1993. – 336 с.

20. Банковский менеджмент / Под ред. А.А. Кириченко. – К.: Ф-ма “Випол”, 1998. – 464 с.

21. Банковский надзор и аудит: Учебное пособие / Под общ. ред. И.Д.Мамоновой. – М.: ИНФРА-М, 1995. – 112 с.

22. Банковский портфель – 1 (Книга банкира. Книга клиента. Книга инвестора) / Отв. ред. Ю.И. Коробов, Ю.Б. Рубин, В.И. Солдаткин. – М.: СОМИНТЭК, 1994. – 752 с.

23. Банковский портфель – 2 (Книга банковского менеджера. Книга банковского финансиста. Книга банковского юриста) / Отв. ред. Ю.И. Ко-робов, Ю.Б. Рубин, В.И. Солдаткин. – М.: СОМИНТЭК, 1994. – 752 с.

24. Банковское дело: Учебник / Под ред. О.И. Лаврушина. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 576 с.

25. Банковское дело: Учебник. – 2-е изд., стереотип. / Под ред. В.И. Колесникова, Л.П. Кроливецкой. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 480 с.

26. Банковское право США: Пер. с англ. / Общ. ред. и послесл. Я.А. Куника. – М.: Прогресс, 1992. – 768 с.

27. Береславська О. Проблеми фінансового ринку України // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 9. – С. 31-34.

28. Берже П. Денежный механизм. Пер. с фр. / Общ. ред. Л.Н. Кра-савиной. – М.: Прогресс, 1993. – 144 с.

29. Берков Н.Т. Организация и планирование денежного обращения. – К.: Выща школа, 1987. – 204 с.

30. Болдаков В.І. Обов’язкове резервування як інструмент грошово-кредитної політики // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 1. – С. 52-54.

31. Бор М.З., Пятенко В.В. Менеджмент банков: организация, стратегия, планирование. – М.: ИКЦ “ДИС”, 1997. – 288 с.

32. Боринець С.Я. Розвиток сучасних грошово-валютних відносин (національний і міжнародний аспекти). – К.: Педагогіка, 1997. – 160 с.

33. Бугулов В.М., Бугулова Т.В. Національний банк і його операції: Конспект лекцій. – К.: МАУП, 1997. – 44 с.

34. Бункина М.К. Валютный рынок. – М.: АО “ДИС”, 1995. – 112 с.

35. Бункина М.К. Монетаризм. – М.: АО “ДИС”, 1994. – 80 с.

36. Бункина М.К., Семенов В.А. Макроэкономика (основы экономи-ческой политики): Учебник. – М.: Изд-во “ДИС”, 1997. – 320 с.

37. Бурда М., Виплош Ч. Макроекономіка: Європ. контекст / Пер. з англ. – К.: Основи, 1998. – 682 с.

38. Бухвальд Б. Техника банковского дела. Пер. с нем. – М.: АО “Дис”, 1993. – 234 с.

39. Бюлетень Національного банку України. – 1995. – № 12. – 72 с.

40. Бюлетень Національного банку України. – 1998. – № 1. – 90 с.

41. Бюлетень Національного банку України. – 1998. – № 7. – 132 с.

42. Бюлетень Національного банку України. – 1998. – № 12. – 140 с.

43. Валовая Т.Д. Единый Европейский банк: институциональное устройство и цели// Деньги и кредит. – 1994. – № 7. – С. 60-65.

44. Валютное регулирование: в 2-х ч. / Налоги и бухгалтерский учет. – Харьков: Типография № 16, 1997. – Ч.1. – 125 с.

45. Валютный портфель (Книга финансиста. Книга коммерсанта. Кни-га банкира) / Отв. ред. Е.Д. Платонова, Ю.Б. Рубин. – М.: СОМИНТЭК, 1995. – 681 с.

46. Валютный рынок и валютное регулирование. Учебное пособие / Под ред. И.Н.Платоновой. – М.: Издательство БЕК, 1996. – 475 с.

47. Василишен Э.Н. Регулирование деятельности коммерческого банка. – М.: Финстатинформ, 1995. – 144 с.

48. Ведута Е.Н. Государственные экономические стратегии. – М.: Деловая книга, 1998. – 440 с.

49. Гаврилишин О. Основні елементи теорії ринкової системи. – К.: Наукова думка, 1992. – 128 с.

50. Гайгер Линдвуд Т. Макроэкономическая теория и переходная экономика: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 560 с.

51. Гальчинський А. Теорія грошей: Навч.-метод. посібник. – К.: Основи, 1998. – 413 с.

52. Гальчинський А., Щербакова О. Стабілізація валютного курсу національної грошової одиниці: об’єктивні передумови // Банківська справа. – 1996. – № 4. – С. 37-39.

53. Гейвандов Я.А. Центральный банк Российской Федерации: юридический статус, организация, функции, полномочия. – М.: Изд-во Московского независимого института международного права, 1997. – 208 с.

54. Гетьман В.П. Валютний ринок. Шлях до стабільності // Вісник Національного банку України. – 1996. – № 3. – С. 10-12.

55. Гетьман В.П. Україні – цивілізоване банківське законодавство // Вісник Національного банку України. – 1997. – № 4. – С. 3-5.

56. Гетьман В.П., Килимник Ю.В. Національний банк у системі влади. – К., 1997. – 36 с.

57. Гиндин И.Ф. Государственный банк и экономическая политика царского правительства (1861-1892 годы). – М.: Госфиниздат, 1960. – 416 с.

58. Голиченко О.Г. Деньги, инфляция, производство: моделирование в условиях несовершенной конкуренции. – М.: Экономика, 1997. – 96 с.

59. Госбанк СССР и его роль в развитии экономики страны, 1921-1981: [Сборник] / Под ред. В.С. Алхимова. – М.: Финансы и статистика, 1981. – 238 с.

60. Грей С., Хоггарт Г. Введение в денежно-кредитные операции / Пер. с англ. – Лондон: Центр по Изучению Деятельности Центральных Банков, 1996. – 52 с.

61. Гриценко О. Гроші та грошово-кредитна політика: Навч. посібник. – К.: Основи, 1996. – 180 с.

62. Гроші / Упоряд., авт. вступ. ст. А.А. Чухно. – К.: Україна, 1997. – 510 с., іл. – Рос.

63. Гроші та кредит: Підручник / М.І. Савлук, А.М. Мороз, М.Ф. Пуховкіна та ін. – К.: Либідь, 1992. – 331 с.

64. Денежное обращение и кредит при капитализме: Учебник / Под. ред. Л.Н. Красавиной. – М.: Финансы и статистика, 1989. – 365 с.

65. Деньги, кредит, банки: Справ. пособие / Г.И. Кравцова, Б.С. Войтешенко, Е.И. Кравцов и др.; Под общ. ред. Г.И. Кравцовой. – Мн.: Меркаванне, 1994. – 270 с.

66. Деньги, кредит, банки: Учебник / Под. ред. О.И. Лаврушина. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 448 с.: ил.

67. Державні фінанси: Теорія і практика перехідного періоду в Центральній Європі / Пер. з англ. – К.: Основи, 1998. – 542 с.

68. Дзюбик С.Д. Грошовий обіг: Навч. посібник. – К.: Вид-во УАДУ, 1997. – 100 с.

69. Дзюбик С.Д. Фіскальна політика: Навч. посібн. – К.: Вид-во УАДУ, 1998. – 64 с.

70. Дзюблюк О.В. “Банкір уряду” повинен бути незалежним // Вісник Національного банку України. – 1997. – № 2. – С. 42-46.

71. Дзюблюк О.В. Особливості застосування мінімальних обов’язкових резервів у процесі реалізації грошової політики // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 7. – С. 48-50.

72. Долан Э.Дж., Кэмпбелл К.Д., Кэмпбелл Р.Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Пер. с англ. В. Лукашевича и др.; Под общ. ред. В. Лукашевича, М. Ярцева. – СПб., 1994. – 496 с.

73. Дорнбуш Р., Фішер С. Макроекономіка / Пер. з англ. В. Мусієнко, В. Овсієнко. – К.: Основи, 1996. – 814 с.

74. Ерпылева Н.Ю. Международное банковское право: Учеб. пособие. – М.: Издательская группа “ФОРУМ” – “ИНФРА-М”, 1998. – 264 с.

75. Загородній А.Г., Вознюк Г.Л., Смовженко Т.С. Фінансовий словник. – 2-ге видання, виправлене та доповнене. – Львів: Центр Європи, 1997. – 576 с.

76. Иванов В.А. Настольная книга по немецкому банковскому делу: Двуязычное издание для банковского специалиста. – М.: Логос, 1996. – 168с.

77. Ивасенко А.Г. Безналичные расчеты и банковский аудит расчетных операций: Учебное пособие. – М.: Вузовская книга, 1997. – 168 с.

78. Илларионов А. Россия в меняющемся мире // Институт экономического анализа. – М. – 1997. – 682 с.

79. Інфляція: динаміка по роках і місяцях // Діло. – 1996. – № 24. – С. 5.

80. Иришев Б.К. Денежно-кредитная политика: концепция и механизм. – Алма-Ата: Гылым, 1990. – 176 с.

81. История Государственного банка СССР в документах. – М.: Финансы и статистика, 1971. – 792 с.

82. Квартальні передбачення. – 1998. – № 4. – 92 с.

83. Кваснюк Б. Гроші в реальному вимірі // Банківська справа. – 1997. – №4. – С. 34-42.

84. Ковальчук Т. Макроекономічні й фінансові проблеми суверенної України // Банківська справа. – 1997. – №4. – С. 15-33.

85. Ковальчук Т., Іванов Є. Теорія грошового обігу і сучасний монетаризм // Банківська справа. – 1998. – № 5. – С. 3-14.

86. Ковтун Р. Жить по средствам // Бизнес. – 1998. – № 39. – С. 11.

87. Костіна Н.І., Алєксєєв А.А., Василик О.Д. Фінанси: система моде-лей і прогнозів: Навчальний посібник. – К.: Четверта хвиля, 1998. – 304с.

88. Костюченко О.А. Банківське право: Навч. посібник. – К.: КНЕУ, 1999. – 168 с.

89. Кочетков В.Н., Бондарева О.В., Басюк Н.Б. Современная система денежных расчетов.: 2-е изд., переработанное и доп. – К.: Украинско-финский институт менеджмента и бизнеса, 1998. – 192 с.

90. Кругман П., Обстфельд М. Международная экономика. Теория и политика: Учебник для вузов / Пер. с англ. под ред. Колесова В.П., Кула-нова М.В. – М.: Экономический факультет МГУ, ЮНИТИ, 1997. – 799 с.

91. Крупп Г. В интересах развития банковского дела (по материалам семинара Дойче Банка) // Деньги и кредит. – 1993. –№ 10-11. – С. 53-57.

92. Кухар М. Рынок ОВГЗ в 1996 году: краткое описание // Финансовые риски. – № 1. – 1997. – С. 35-39.

93. Кучма Л.Д. Шляхом економічних реформ. – 1994. – 82 с.

94. Лаврушин О.И., Миркин Я.М. Долгосрочная концепция развития денежно-кредитной системы России //Деньги и кредит.– 1993.– № 1.– С.3-23.

95. Лагутін В.Д. Гроші та грошовий обіг: Навчальний посібник. – К.: Знання, КОО, 1998. – 169 с.

96. Лизелотт С. Валютные операции. Основы теории и практики. Пер. с нем. – М.: Дело, 1998. – 176 с.

97. Лисицький В. І. Плаваючий курс гривні згубний для економіки України // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 3. – С. 17.

98. Луцишин З.О. Міжнародні валютно-фінансові відносини: практич-на філософія і реалії української економіки.– Тернопіль: Збруч, 1997.– 450 с.

99. Лэттер Т. Выбор режима валютного курса / Пер. с англ. – Лондон: Центр по Изучению Деятельности Центральных Банков, 1996. – 34 с.

100. Матвейчук С., Янпольский С. Краткий курс истории ОВГЗ // Финансовые риски. – 1998. – № 4. – С. 26-27.

101. Матук Ж. Финансовые системы Франции и других стран. В 2 т.: Пер. с фр. Т.1 в 2 кн. – М.: АО “Финстатинформ”, 1994. – 691 с.

102. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения: Учебник / Под. ред. Л.Н. Красавиной. – М.: Финансы и статистика, 1994. – 592 с.: ил.

103. Мелков А.Е. Кредит и денежный оборот. – М.: Финансы и статистика, 1983. – 80 с.

104. Мельник А.Ф. Державне регулювання економіки: Навч. посібник. – К.: ІСДО, 1994. – 272 с.

105. Менкью Н. Макроэкономика. Пер. с англ. – М.: Изд-во МГУ, 1994. – 802 с.

106. Мирун М. Валютний коридор і проблеми курсоутворення національної валюти країн із перехідною економікою // Вісник НБУ. – 1997. – № 4. – С. 32-35.

107. Михайличенко С. Облікова ставка НБУ: рівень, динаміка, принципи визначення // Вісник Національного банку України. – 1997. – №3. – С. 18-20.

108. Михальова І. Українські фінанси “на повідку” // Діло. – 1998. – №31. – С. 10.

109. Мишкін Фредерік С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Пер. з англ. С. Панчишин, Г. Стеблій, А. Стасишин. – К.: Основи, 1998. – 963 с.

110. Міжнародні валютно-кредитні відносини: Підручник / А.С. Філі-пенко, В.І. Мазуренко, В.Д. Сікора та ін.; за ред. А.С. Філіпенка. – К.: Либідь, 1997. – 208 с.

111. Мороз А.М. Банки на ринку державних цінних паперів // Вісник Національного банку України. – 1997. – № 2. – С. 38-40.

112. Мороз А.М., Пуховкіна М.Ф. Управління грошовим обігом // Фінанси України. – 1996. – № 10. – С. 60-66.

113. Наговицин А.Г., Иванов В.В. Валютный курс. Факторы. Динамика. Прогнозирование. – М.: ИНФРА-М, 1995. – 176 с.

114. Національний банк і грошово-кредитна політика: Підручник / За ред. А.М. Мороза, М.Ф. Пуховкіної. – К.: КНЕУ, 1999. – 368 с.

115. Національний банк України у 1993-1996 роках. Довідкові матеріали для народних депутатів Верховної Ради України. – К., 1997. – 50с.

116. Національний банк України. Річний звіт Національного банку України за 1996 рік. – 1997. – 220 с.

117. Немецкий Федеральный банк: Денежно-политические задачи и инструменты. – Спец. издание Немецкого Федерального банка. – 1993. – 178 с.

118. Новицкий В.Е., Бурлакова Л.В. Финансово-кредитная система в странах рыночной экономики. – К.: УкрИНТЭИ, 1992. – 40 с.

119. Ойкен В. Основные принципы экономической политики: Пер. с нем. / Общ. ред. Л.И. Цедилина, К. Херрманн-Пиллата. – М.: Прогресс, 1995. – 496 с.

120. Основы банковского дела / Под ред. А.Н. Мороза. – К.: Либра, 1994. – 330 с.

121. Основы теории переходной экономики (вводный курс): Учебное пособие / Киров: Кировская обласная типография, 1996. – 320 с.

122. Панова Г.С. Анализ финансового состояния коммерческого банка. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 272 с.: ил.

123. Панова Г.С. Кредитная политика коммерческого банка. – М.: ИКЦ “ДИС”, 1997. – 464 с.

124. Пебро М. Международные экономические, валютные и финан-совые отношения: Пер. с франц. / Общ. ред. Н.С. Бабинцевой. – М.: Прогресс, Универс, 1994. – 496 с.

125. Перар Ж. Управление международными денежными потоками. – М.: Финансы и статистика, 1998. – 208 с.: ил.

126. Петрик О., Остапчук Я. Зростання грошової пропозиції та інфляція в Україні у 1992-1997 роках // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 1. – С. 21-22.

127. Платіжний баланс України за 1997 рік: Додаток до Бюлетеня Національного банку України. – 1997. – № 4. – 68 с.

128. Платіжні системи: Навч. посібник для студентів вищ. закладів освіти / В.А. Ющенко, А.С. Савченко, С.Л. Цокол, І.М. Новак, В.П. Стра-харчук. – К.: Либідь, 1998. – 416 с.

129. Поляков В.П., Московкина Л.А. Основы денежного обращения и кредита: Учебное пособие. – 2-е изд., доп. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 192 с.

130. Поляков В.П., Московкина Л.А. Структура и функции центральных банков. Зарубежный опыт: Учебное пособие. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 192 с.

131. Пономарев В.А. Государственно-монополистическое регулирова- ние деятельности банков: Границы и протоворечия. – М.: Финансы и статистика, 1987. – 207 с.

132. Правовое положение Международного валютного фонда и Всемирного банка. – М.: Издательство ’’ЛЕГАТ’’, 1996. – 110 с.

133. Правовые основы банковской деятельности: Учебное пособие / Р.Хау, Д. Райс, Н. Козлов и др. – М.: Белые альвы, 1995. – 104 с.

134. Пресняков В., Соколов В. Валютное регулирование в зарубежных странах. – М.: Год планеты, 1994. – 380 с.

135. Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Матеріали всеукраїнської науково-практичної конференції, 22-24 вересня. Суми. – Суми: Ініціатива, 1998. – 158 с.

136. Репше Е. Что и чего центральный банк не должен делать // Бизнес. – 1998. – № 51. – С. 14.

137. Родионов С.С., Бабичева Ю.А. Денежно-кредитное регулирование капиталистической экономики. – М.: Финансы и статистика, 1991. –176 с.

138. Россия и зарубежные страны: сравнение по основным показателям (коэффициент монетизации и скорость денежного обращения) // Вопросы экономики. – 1996. – № 12. – С. 140-144.

139. Роуз Питер С. Банковский менеджмент. Пер. с англ. – М.: Дело, 1993. – 768 с.

140. Рынок государственных облигаций: Учеб. пособие для вузов / Л.Т.Литвиненко, Н.П. Нишатов, Д.П. Удалищев; Под ред. Е.Ф. Жукова / ВЗФЭИ. – М.: Финстатинформ, 1997. – 108 с.

141. Савлук М.І. Грошово-кредитна політика Національного банку України та оцінка її ефективності // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 1. – С. 3-7.

142. Савлук М.І. Грошово-кредитна політика як фактор економічної стабілізації в Україні // Вісник Національного банку України. – 1997. – № 8. – С. 50-56.

143. Савлук М.І., Мороз А.М., Коряк А.М. Вступ до банківської справи / Відп. редактор М.І. Савлук. – К.: Лібра, 1998. – 344 с.

144. Савлук М.І., Сугоняко О. Чи вистачає грошей єкономіці України? // Вісник Національного банку України. – 1997. – № 4. – С. 19-21.

145. Савченко А., Степанкова Т., Юрчишин В. Снижение резервных требований как необходимый фактор ускорения развития банков // Финансовые риски. – 1996. – № 2. – С. 29-33.

146. Савченко А., Юрчишин В. Анализ монетарных показателей говорит о прекращении экономического спада // Финансовые риски. – 1996. – № 3. – С. 27-31.

147. Сакс Дж., Пивоварський О. Економіка перехідного періоду: Уроки для України / Пер. з англ. О. Пивоварський. – К.: Основи, 1996. – 345 с.

148. Сакс Дж., Ларрен Ф. Макроэкономика. Глобальный подход: Пер. с англ. – М.: Дело, 1996. – 848 с.

149. Семенюта О.Г. Деньги, кредит, банки в РФ: Учебное пособие. – М.: Контур, 1998. – 304 с.

150. Смит В. Происхождение центральных банков. – М.: Институт Национальной Модели Экономики, 1996. – 288 с.

151. Спицын И.О., Спицын Я.О. Маркетинг в банке. – Тернополь: АО “Тарнекс”, К.: ЦММС “Писпайп”, 1993. – 656 с.

152. Стороженко О.А. Основні моменти моделі монетарного управлін-ня. – Х.: Основа, 1997. – 293 с.

153. Сумароков В.Н. Государственные финансы в системе макро-экономического регулирования. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 224 с.

154. Сундаков А. Аналитические принципы оценки макроэкономи-ческой политики на 1996 год // Финансовые риски. – 1996. – № 1. – С. 17-20.

155. Тосунян Г.А. Государственное управление в области финансов и кредита в России. Учебное пособие. – М.: Дело, 1997. – 304 с.

156. Уроки реформ: За матеріалами міжнар. конф. / Пер. з англ. – К.: Основи, 1995. – 219 с.

157. Усов В.В. Деньги. Денежное обращение. Инфляция: Учеб. пособие для вузов. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1999. – 544 с.

158. Усоскин В.М. "Денежный мир" Милтона Фридмена. – М.: Мысль, 1989. – 173 с.

159. Усоскин В.М. Современный коммерческий банк: управление и операции. – М.: ВАЗАР-ФЕРРО, 1994. – 320 с.

160. Федоренко В.М., Федоренко А.В. Денежное обращение и кредит капиталистических стран: Учебник. – К.: Выща школа. Головное изд-во, 1989. – 288 с.

161. Финансово-кредитный словарь. Том I-III. – М.: Финансы и статистика, 1984-1988. – 2005 с.

162. Финансы. Денежное обращение. Кредит: Учебник для вузов / Л.А.Дробозина, Л. П. Окунева, Л. Д. Андросова и др.; Под ред. проф. Л.А.Дробозиной. – М.: Финансы, ЮНИТИ, 1997. – 479 с.

163. Фіскальна та монетарна політика в Україні: Матеріали досліджень переможців всеукраїнського конкурсу "Економічні реформи в Україні: позиція молоді". – К.: Козаки, 1998. – 206 с.

164. Фридмен М. Количественная теория денег. Пер. с англ. – М.: Эльф пресс, 1996. – 131 с.

165. Хайек Фридрих А. Частные деньги. – М.: Институт Национальной Модели Экономики. – 240 с.

166. Хоггарт Г. Введение в денежно-кредитную политику / Пер. с англ. – Лондон: Центр по Изучению Деятельности Центральных Банков, 1996. – 32 с.

167. Ходов Л.Г. Основы государственной экономической политики: Учебник. – М.: Издательство БЕК, 1997. – 332 с.

168. Хорошенькая Н.Г., Козенко Ю.А. Центральный эмиссионный банк: структура, значение, опыт: Учебное пособие. – Волгоград, 1997. – 88с.

169. Челноков В.А. Банки: Букварь кредитования. Технология банковских ссуд. Околобанковское рыночное пространство. – М.: АОЗТ “Антидор”, 1996. – 368 с.

170. Шаров А.Н. Валютная политика: в поисках утраченного времени // Деловая Украина. – 1995. – № 14. – С. 2.

171. Шаров А.Н. Конвертируемость валют. – К.: Нива, 1995. – 295 с.

172. Шенаев В.Н., Наумченко О.В. Центральный банк в процессе эеономического регулирования. Зарубежный опыт и возможности его использования в России / Серия “Международный банковский бизнес”. – М.: Изд-во АО “Консалтбанкир”, 1994. – 112 с.

173. Ширинская Е.Б. Операции коммерческих банков: российский и зарубежный опыт. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 1995. – 160 с.

174. Экономический анализ деятельности банка: Учебное пособие. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 144 с.

175. Юрчишин В. Чи треба боятися помірної девальвації? // Вісник Національного банку України. – 1997. – № 4. – С. 30-32.

176. Ющенко В. Здобутки і втрати минулого року // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 2. – С. 3-6.

177. Ющенко В., Лисицький В. Курсоутворення в Україні та уроки інших країн із перехідною економікою // Вісник Національного банку України. – 1997. – № 7. – С. 3-10.

178. Ющенко В.А, Лисицький В.І. Гроші: розвиток попиту і пропозиції в Україні. – К.: Скарби, 1998. – 288 с.

179. Ющенко В.А., Лисицький В.І. Надмірне державне споживання – головний фактор фінансової нестабільності України // Вісник Національного банку України. – 1998. – № 8. – С. 3-7.

180. Ющенко В.А., Міщенко В.І. Управління валютними ризиками: Навчальний посібник. – К.: Товариство "Знання", КОО, 1998. – 444 с.

181. Berk J.M. Monetary Transmission: What Do We Know and How Can We Use It // DNB Staff Reports. – 1997. – № 15. – 36 p.

182. Bondt G.J. Monetary Transmission in six EU-countries: an introduction and overview // De Nederlandsche Bank NV: Research Memorandum WO&E nr 527/9742. – 30 p.

183. Buttiglione L., Giovane P., Gaiotti E. The Role of the Different Central Bank Rates in the Transmission of Monetary Policy // Banca d'Italia, Servisio Study. – 1997. – № 305. – 48 p.

184. Cukierman A. Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 1992, 215 p.

185. Eijffinger S., De Haan J. The Political Economy of Central Bank Independence // Special Papers in International Economics 19, Princeton University. – 1996. – 82 p.

186. Fase M., Winder C. Wealth and the Demand for Money in the European Union // DNB Staff Reports. – 1997. – № 6. – 40 p.

187. Friedman B. M., Kuttner K.N. Another look at the evidence on money-income causality, Journal of Econometrics 44. – 1993. – P. 189-203.

188. Friedman M., Meiselman D. The relative stability of monetary velocity and the investment multiplier in the United States, 1897-1958, in: Stabilization Policies, Commission on Money and Credit. – 1963. – P. 165-268.

189. Friedman M., Schwarz A. A Monetary History of the United States: 1867-1960, NBER Studies in Business Cycles, 12, Princeton University Press, Princeton New Jersey. – 1963.

190. Functions and Operations of the Nederlandsche Bank. – De Nederlandsche Bank NV, Sixth edition. – 1997. – 20 p.

191. Hardy D.C. Anticipation and Surprises in Central Bank Interest Rate Policy: The Case of the Bundesbank // IMF Working Paper. – 1998. – WP/98/43. – 28 p.

192. King Mervyn. The UK Economy and Monetary Policy – Looking Ahead. — Bank of England. — 27 May 1998 (Speech).

193. Legal Convergence in the Member States of the European Union // European Monetary Institute. – 1997. – 62 p.

194. Letterie W., Lippi F. Excessive Activism or Passivism of Monetary Policy? // Banca d'Italia, Servisio Study. – 1997. – № 299. – 32 p.

195. Macfarlane I.J. Monetary Policy and Economic Growth. – Reserve Bank of Australia Bulletin. – August 1997. – 12 p.

196. Masson P. Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU. – Washington, D.C.: IMF. – 1998. – June 5. – 32 p.

197. Monetary Policy in Transition in East and West: Strategies, Instruments and Transmission Mechanism. – Vienna. – 1996. –November 17-19 – 218 p.

198. Monetary policy of the Bundesbank // October - 1995. - 156 p.

199. Nixon J., Hall S. Controlling Inflation: Modelling Monetary Policy in the 1990s // Centre for Economic Forecasting, Discussion Paper No. DP-4-96. – 23 p.

200. Patinkin Don. Israel's Stabilization Program of 1985, or Some Simple Truth of Monetary Theory // The Journal of Economic Perspectives, Spring 1993, 7(2). – 156 p.

201. Peeters H.M.M. Monetary Conditions in Europe: a Methodological Analysis // DNB Staff Reports. – 1998. – № 27. – 36 p.

202. Prast H.M. Inflation, Distotionary Taxation and the Design of Monetary Policy: the Role of Social Cohesion // Research Memorandum WO&E nr 508/9723. – 19 p.

203. Stern Gary H. Achieving Economic Stability: Lessons From the Crash of 1929. — 1987 Annual Report Essay.

204. Stock J.H., Watson M.W. Interpreting the evidence on money-income causality, Journal of Econometrics 40. – 1989. – P. 161-182.

205. Vanthoor W.F.V. Central Bank Independance and Monetary Policy on a National and European Level // Research Memorandum WO&E nr 526/9741. – 40 p.

206. Wagner H. Central Banking in Transition Countries // IMF Working Paper. – 1998. – WP/98/126. – 49 p.