

12. Нападівська Л.В. Управлінський облік: Підруч. для студ. вищ. навч. закл. – К.: Книга, 2004. – 544 с.
13. Немировский И.Б., Старожукова И.А. Бюджетирование. От стратегии до бюджета – пошаговое руководство. – М.: ООО "И.Д. Вильямс", 2006. – 512 с.: ил.
14. Панасюк В.М. Витрати виробництва: управлінський аспект. – Тернопіль: Астон, 2005. – 288 с.
15. Хорнгрен Ч.Т., Фостер Дж. Бухгалтерский учет: управленческий аспект/ Пер. с англ. Я.В. Соколов. – М.: Финансы и статистика, 2001. – 416 с.

УДК 336.76+330.342.1

Здобувач Н.Є. Килюпенко – Львівська КА

СТАНОВЛЕННЯ ДЕРЖАВНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ВІДСОТКОВИХ СТАВОК ГРОШОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ

Окреслено основні етапи становлення державного регулювання відсоткових ставок грошового ринку в Україні. Досліджено методи та інструменти регулювання відсоткових ставок і запропоновано напрями їх вдосконалення.

Competitor N.E. Kylypenko – L'viv commercial academy

The genesis of the state regulating percent rates of money market in Ukraine

It is outlines the general stages of genesis state regulating percent rates of the money market in Ukraine in the article. It is researches the methods and instruments of regulating percent rates and offers the directions of it perfection.

Вступ. Державне регулювання відсоткових ставок у сучасних економіках посідає чільне місце в арсеналі центральних банків і надає змогу реалізувати заходи тактичного впливу та досягати бажаних параметрів монетарної сфери та економічної кон'юнктури. Регулювання відсоткових ставок на сучасному етапі трансформаційних процесів набуває нового змісту і спроможне сприяти економічному зростанню та стабілізації цін.

Різні аспекти проблематики регулювання відсоткових ставок розглядали в своїх працях: Дж. М. Кейнс, М. Фрідман, М. Туган-Барановський, Дж. Тобін, Р. Лукас, Л. Лоуренс, К. Макконел, С. Мишкін, Д. Сакс, Т. Саргент, С. Харріс, Дж. Хікс, Ф. Хайєк, Й. Шумпетер та ін. Проблемам грошово-кредитної політики та регулювання відсоткових ставок у трансформаційних економіках приділяють увагу в своїх працях Г. Башнянин, Д. Богиня, А. Гальчинський, О. Дзюблюк, В. Ємець, М. Жуков, І. Михасюк, А. Мороз, С. Наumenкова, П. Нікіфоров, М. Савлук, В. Стельмах, В. Усоскін, А. Чухно, О. Шаров, П. Юхименко, В. Ющенко та ін.

Проте існує цілий комплекс невирішених проблем, які вимагають теоретичного осмислення та науково-методологічного обґрунтування в контексті сучасних монетарних теорій та їх застосування в реаліях української економіки.

Постановка завдання. Метою статті є виокремлення основних етапів становлення державного регулювання відсоткових ставок грошового ринку в Україні та розвиток теоретично-методологічних підходів до державного регулювання відсоткових ставок грошового ринку за умов поглиблення трансформаційних процесів.

Результати. При проведенні ринкових реформ в українській економіці особливо гострою стала проблема регулювання монетарної сфери та створення механізмів впливу на економічні процеси. Відсоткова політика традиційно вважається найбільш ефективним важелем регулювання в арсеналі центральних банків. Результати нашого аналізу свідчать, що незважаючи на певні концептуальні розходження стосовно ефективності відсоткової політики, центральні банки практично всіх країн з ринковими економіками активно використовують регулювання відсоткових ставок для досягнення поставлених цільових орієнтирів в кон'юнктурній економічній політиці [1-4].

Регулювання відсоткових ставок в арсеналі центральних банків є дієвим інструментом, який дає змогу використовувати заходи тактичного регулювання і оперативно коригувати параметри грошового ринку. Проте перенесення методів застосування відсоткової політики, які застосовуються в розвинених економіках, як свідчить досвід трансформаційних процесів, має бути скоригований на реалії української економіки. Застосування можливостей відсоткової політики може бути індикатором реформування економіки та рівнем розвитку ринкового середовища. Відсоткова політика в ринкових економіках є важливою складовою грошово-кредитної політики, зміст та реалізація якої обумовлена станом економіки. Відсоткова політика формується, розвивається та набуває певних властивостей у контексті певного стану трансформаційних процесів в українській економіці. Зміст та завдання відсоткової політики формуються для реалізації певних цілей монетарної політики.

Особливості перехідної економіки пов'язані з тривалим трансформаційним періодом, під час якого мають бути вирішені основні проблеми, а саме: боротьба з інфляцією та іншими наслідками розладу командної системи, створення головних інститутів ринкової економіки, використання ринкових сил і застосування структурного коригування у випадку зміни характеру виробництва [5, с. 54].

Відсоткова політика розвивалась в складі грошово-кредитної і набувала нового змісту відповідно до певного стану трансформаційних процесів. У початковий період ринкових реформ НБУ лише декларував про свої наміри застосовувати регулювання відсоткової ставки. За умов відсутності об'єктивних передумов для запровадження відсоткової політики, НБУ був змушений реалізувати вимоги МВФ. Починаючи з 1995 р. грошово-кредитна політика в Україні проводилась згідно з програмами, розробленими МВФ. Щороку приймався меморандум про співпрацю з МВФ, Кабінету Міністрів та НБУ, де визначались основні завдання економічної та грошово-кредитної політики, а також конкретні цільові показники, які мали бути досягнуті. Основними об'єктами контролю з боку МВФ були темпи зростання грошової маси та розмір інфляції. Пізніше МВФ почав більшу увагу приділяти темпам інфляції, згідно з методикою якого намагалися встановлювати її нормативні параметри. Специфіка початкового періоду трансформаційних процесів показала неможливість застосовувати стандартні матриці грошово-кредитної політики для стабілізації економіки.

В Україні цілеспрямовано вживали заходів для запровадження ринкових методів та інструментів грошово-кредитної відсоткової політики. У становленні відсоткової політики в Україні можна виділити основні етапи, під час яких змінювалися можливості проведення та пріоритети відсоткової політики (рис. 1).

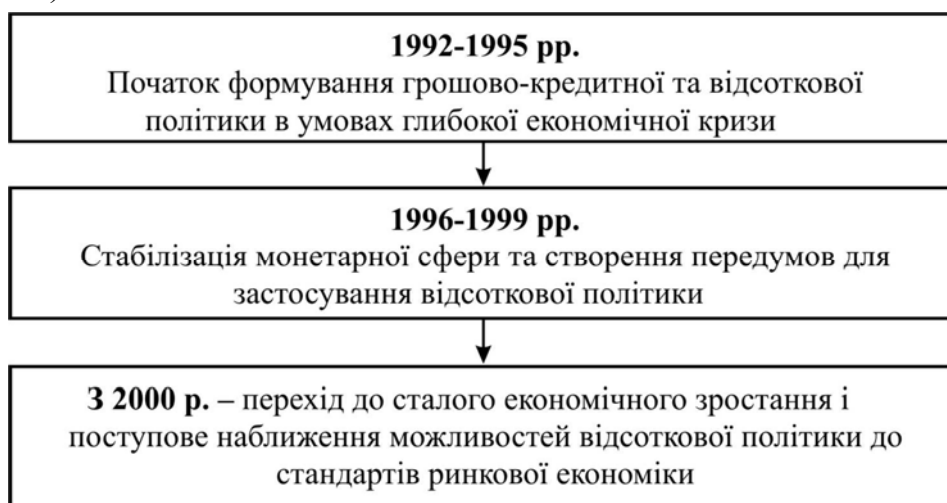


Рис. 1. Основні етапи становлення відсоткової політики в Європі

Упродовж **1992-1995 рр.** в умовах гіперспаду виробництва та гіперінфляції після створення НБУ та початку формування мережі комерційних банків було закладено передумови для запровадження системи грошово-кредитного регулювання. У законодавчій базі в галузі грошово-кредитної політики передбачалось запровадження практично всіх сучасних інструментів регулювання монетарної сфери, зокрема і відсоткової політики [6]. У перші роки незалежності для подолання гіперінфляції було лише декілька разів здійснено підвищення облікової ставки – в 1992 р. з 80 % до 100 % та в 1993 р. до 240 %. Проте реальний рівень облікової ставки щодо рівня інфляції був нижчий за величину інфляції. Лише з кінця 1994 р. НБУ почав проводити активну грошово-кредитну політику, намагаючись стримати знецінення національних грошей. Рівень облікової ставки було підвищено до величини інфляції від 140 % до 300 % річних, що вперше дало змогу забезпечити її позитивний реальний рівень щодо величини інфляції. Проте, в через значні інфляційні процеси НБУ був змушений підтримувати додатні рівень облікової ставки через її відповідне підвищення. Так, у 1994 р. при 401 % річної інфляції облікова ставка становила лише 225 % або була на 176 відсоткових пункти нижчою. У 1995 р. розрив зменшився на 50,7 відсоткових пункти. Лише з 1996 р. і в подальшому рівень облікової ставки почав перевищувати річний рівень інфляції. У перший період реформ основним джерелом інфляції була значна кредитна емісія НБУ, який під тиском уряду та Верховної ради намагався врятувати занепадаючий державний сектор економіки. Зростаюча ліквідність банків стимулювала неконтрольоване зростання грошової маси. Тому НБУ в 1994 р. був змушений підняти розмір обов'язкового резервування з 10 % до 15 %. Розмір відсоткових ставок у мережі комерційних банків був такий високий, що давало змогу повернути позики лише при здійсненні посередницьких операцій у короткотривалий період часу.

У 1996-1999 рр. після запровадження української гривні було створено передумови для стабілізації монетарної сфери та розширення можливостей застосування відсоткової політики. У 1997 р. норма обов'язкового резервування була знижена з 15 % до 14 %, що дало змогу комерційним банкам збільшити обсяги кредитних ресурсів.

З 1996 р. в Україні створилися можливості для застосування важливого інструменту відсоткової політики – ломбардного кредитування під заставу ОВДП згідно з угодою РЕПО. Використання державних цінних паперів (ОВДП) створило механізм регулювання грошового обігу та використання відсоткової політики. ОВДП почали використовувати як заставу для надання кредитів. У 1997 р. дохідність ОВДП була на рівні облікової ставки НБУ. Проте в умовах стагнації реального сектора виробництва та його низької рентабельності було найбільш вигідно інвестувати в ОВДП, що створило передумови для побудови фінансових пірамід. Після фінансової кризи 1998 р. емісія ОВДП почала скорочуватися, що не дало змоги її використовувати в регулюванні грошового обігу та грошової маси.

З 2000 р. можливості відсоткової політики в Україні почали поступово розширюватися і набувати характеру, властивого ринковим економікам. Стабілізація економіки та перехід до сталого економічного зростання визначили позитивну динаміку усіх макроекономічних змінних. Зниження інфляції, а в 2002 р. була дефляція цін, стало свідченням зміни в реальній економіці та у суб'єктів господарювання, які, врешті, змогли позбавитись тривалих інфляційних очікувань (табл. 1).

Повернення довіри до НБУ дало підставу до запровадження ринкових механізмів грошово-кредитної політики. Вимоги банків за кредитами з 2000 до 2006 р. зросли більше, ніж у 12 разів (з 19574 до 245226 млн. грн.), що є свідченням збільшення кредитних можливостей банківської системи.

Передумови для запровадження та розвитку регулювання відсоткових ставок пов'язані зі забезпеченням певних функціональних, інституційних та ресурсних передумов. Відсоткова політика вимагає для її реалізації існування розвинутого ринкового середовища, спроможного реагувати на заходи регулювального впливу та передавати їх імпульси всім суб'єктам економіки. Проте реалії початку трансформаційних процесів в Україні пов'язані з глибокою економічною кризою гіперінфляцією та відсутністю ринкових інститутів та механізмів. На рис. 2 показано основні передумови регулювання НБУ відсоткових ставок.

Макроекономічна стабілізація і перехід до сталого економічного зростання створили передумови для застосування інструментів відсоткової політики. За своєю суттю відсоткова політика є інструментом, регулювання і використання якого в умовах високої інфляції є недоцільним. Тому тривалий період відсоткова політика переважно використовувалась лише як індикатор НБУ стосовно його цілей.

Табл. 1. Основні соціально-економічні показники розвитку України в 1992-2006 рр. [25, 56]

Показники	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ВВП, млн. грн.	5	148	1264	5452	81519	93365	102593	130442	170070	204190	123610	264162	345113	441452	535860
Обсяг промислової продукції, млрд. грн.	6	177	1310	5882	73321	75061	82889	107537	14483	184276	202688	220662	–	–	–
Грошові доходи населення, млрд. грн.	2	52	476	2478	40311	50069	54379	61869	86911	109391	185073	215798	274241	381404	47520
Інвестиції в основний капітал, млрд. грн.	0,9	29	228	938	12557	12461	13958	17552	23629	32573	37178	51011	75714	93096	125274
Грошові витрати та заощадження населення, млрд. грн.	2	63	539	2650	38961	47933	52376	59518	83777	102835	185073	215798	274241	381404	47200
Експорт, млн. дол. США	8045	7817	166641	17090	129346	20335	17621	16322	19248	21086	23351	28953	41291	44378	50239
Імпорт, млн. дол. США	7099	2533	18607	18280	21468	21891	18898	15237	17947	20439	21494	27665	36313	43707	53307
Дефіцит зведеного бюджету, %	13,8	5,1	8,9	6,6	4,69	6,6	2,2	1,5	0,6	0,3	0,7	0,2	3,2	1,8	0,7



Рис. 2. Основні передумови для використання та розвитку регулювання відсоткових ставок

Голова НБУ В. Стельмах зазначав, що НБУ в 1996 р. проводив політику посилення стабілізаційних процесів, зокрема [7, с. 232]:

- істотно уповільнювалася інфляція;
- зміцнився курс національної валюти;
- уповільнилися темпи зниження промислового виробництва та обсягів ВВП;
- зросла активність домогосподарств як суб'єктів господарювання;
- зросли доходи та заощадження населення;
- поліпшилися результати зовнішньоекономічної діяльності.

Внаслідок монетариської стабілізації призупинилося наростання негативних процесів в українській економіці. Проте, лише в умовах переходу до економічного зростання сформувалась позитивна динаміка макроекономічних процесів та динаміка грошової маси (табл. 2). З 2000 р. з'явилися ознаки переходу до сталого економічного зростання і була сформована нова модель грошово-кредитної політики, покликана вирішити найгостріші проблеми [8]. В умовах макроекономічної стабілізації та економічного зростання розширились можливості для використання регулювання відсоткових ставок.

Підвищення рівня монетизації економіки України в умовах стабілізації та перехід до сталого економічного зростання було головним орієнтиром грошово-кредитного регулювання. Динаміка монетаризації в Україні свідчить про позитивні тенденції розвитку монетарної сфери з 2000 р.

Зростання рівня монетизації економіки розширює можливості застосування відсоткової політики. Тривалий процес демонетизації української економіки почався з початком економічної кризи (табл. 3). Показник монетаризації ВВП, згідно з грошовим агрегатом, M_0 становив 32,5 % в 1995 р. і до 1997 р. знизився до 11,7 %. У таких умовах знизилась роль монетарних чинників в економічних процесах. Суб'єкти економіки були неспроможні раціонально та прогнозовано реагувати на заходи грошово-кредитної та відсоткової політики. Починаючи з 2000 р. і до 2006 р. рівень монетизації згідно з грошовим агрегатом $M3$ підвищився з 18,3 до 48,7 %, що свідчить про значне зростання ролі монетарного чинника в економіці України. За таких обставин в НБУ підвищились можливості для застосування регулювальних заходів відсоткової політики.

Табл.2. Динаміка грошової маси в Україні в 1992-2006 рр. *

Показники	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Грошова маса, млн. грн.	25	482	3216	6930	9364	12541	15706	23070	32252	45755	64878	95043	125801	194071	261063
% до попереднього року	11р.	19 р.	7 р.	213	135	134	125	141	145	142	142	147	132	154	135
Грошова маса, млн. грн.	5,0 р.	128,9	793,0	2623,0	40410	6132	7158	9583	12709	19465	25434	33119	42345	60231	74984
% до попереднього року	–	2974	622	399	148	153	117	133	135	151	137	130,2	127,9	147,0	124,5
Швидкість обертання грошової маси	3,67	5,85	6,50	10,75	10,01	8,52	7,26	6,91	6,26	5,24	4,08	3,34	3,13	2,66	2,05
Грошовий мультиплікатор	64,29	1,79	2,11	1,96	1,92	1,78	1,82	1,34	1,92	1,98	2,11	2,37	2,34	2,34	2,69

*Бюлетень НБУ. 2007. - № 5

Табл. 3. Динаміка монетизації економіки України в 1993–2006 рр. *

Показники	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ВВП, млн. грн.	1483	12038	54516	80510	93365	102933	130442	170070	204150	225810	363238	345113	441452	535860
Грошова маса М3 на кінець року, млн. грн.	481,5	3215,7	6930,3	9364,0	12341	15705	22070	32087	45554	64870	95943	125801	194071	261063
Грошова маса М1 на кінець року, млн. грн.	334	1866	4682	6315	9050	1033	14894	20735	29773	402251	51541	67090	98573	103276
Грошова маса М1 на кінець року, млн. грн.	128,9	793,0	2623,0	4041,0	6132	7158	9583	12735	19465	26434	33129	42345	60231	74984
Ступінь монетизації згідно з грошовим агрегатом М3, %	32,5	26,7	12,7	12,6	11,6	15,3	16,9	18,9	22,5	37,5	36,1	36,4	44,0	48,7
Ступінь монетизації згідно з грошовим агрегатом М1, %	–	–	8,6	7,8	9,7	10,1	10,8	12,2	14,7	29,8	20,1	19,4	23,7	19,3
Ступінь монетизації згідно з грошовим агрегатом М0, %	8,6	6,5	4,8	4,6	6,6	7,0	7,3	7,5	9,5	11,1	9,1	12,3	13,6	14,0

*Бюлетень НБУ. 2007. - № 5

Відповідно знижується та стабілізується швидкість обертання грошей. У 1995 і 1996 рр. швидкість обертання грошей була найвищою і досягала відповідно 10,75 і 10,01 обертів на рік, а 2005 р. швидкість обертання грошей стабілізувалася і знизилася до 2,6 обертів за рік. За таких обставин в НБУ розширилися можливості для використання зміни облікової ставки як інструмента грошово-кредитної політики. Потенціал застосування відсоткової політики значно розширився внаслідок процесу ремонтизації економіки та підвищення ролі грошей, проте поки що недостатньо реалізований.

Розвиток механізмів грошового ринку обумовлює можливості НБУ з формування пропозиції грошей та дає змогу стабілізувати попит на гроші. У початковий період трансформаційних процесів в Україні існував значний дисбаланс між попитом та пропозицією на гроші, що робить неможливим та недоцільним застосовувати регулювання відсоткових ставок. Процес тривалої демонетизації української економіки був свідченням зростаючого і незадоволеного попиту на гроші. Певний період суб'єкти економіки намагались через використання бартерних розрахунків зростання дебіторської та кредиторської заборгованості компенсувати незадоволений попит на гроші. Використання іноземної валюти та доларизація економіки також значною мірою пов'язана з відсутністю можливостей здійснювати розрахунки в національній валюті. Лише після переходу до сталого економічного зростання на грошовому ринку почав стабілізуватися попит на гроші, що дозволило забезпечувати відносну відповідність попиту та пропозиції грошей і стабілізувати відсоткові ставки. У перший період ринкових реформ НБУ головну увагу зосереджував на запровадженні методів та інструментів регулювання пропозиції грошей. Проте в умовах зростання економіки головні проблеми грошово-кредитної політики пов'язані з координацією валютно-курсової політики, яка стала визначати основні параметри пропозиції грошей на грошовому ринку. За таких обставин регулювання відсоткових ставок так і не набуло належного місця в арсеналі НБУ.

Розвиток ресурсної бази банківської системи України є одним із визначальних чинників, що визначає можливості відсоткової політики. Ресурсний потенціал банківської системи забезпечує регулювальні можливості НБУ через зміну обсягів кредитів впливати на розмір відсоткових ставок (табл. 4). Розвиток ресурсної бази банківської системи України в період 1991-1999 рр. переважно здійснювався екстенсивним шляхом через розширення мережі комерційних банків. У 1992 р. після прийняття Закону України "Про банки і банківську діяльність" було засновано 133 банки, а в 1995 р. їх кількість досягла 230. Проте значне розширення мережі банківської системи не супроводжувалось відповідним зростанням їх ресурсної бази. За період з 1993 до 1995 рр. обсяги залучених коштів у банківську систему зросли у 5 разів, а протягом 1997-1999 рр. скоротилися з 1370 до 1158 млн. грн. [6]. Обмежені кошти більшості комерційних банків стали перешкодою для проведення ефективної грошово-кредитної політики. Для забезпечення стійкої банківської системи НБУ постійно підвищував мінімальні нормативні вимоги до розміру статутного фонду комерційних банків з 3 до 5 млн. євро. Екстенсивний розвиток банківської системи в Україні став головною перешкодою для подальшого розвитку монетарної сфери.

Табл. 4. Динаміка розвитку ресурсної бази банківської системи України в 1993-2006 рр. *

Показники	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
ВВП у діючих цінах, млн. грн.	148	1204	5402	81519	93365	102593	130442	170070	204190	225810	267344	345113	441452	535800
Статутний капітал банківської системи, млн. грн.	65	305	1560	3156	3971	4828	5078	6450	7854	9981	12853	18420	25446	33755
У% до обсягу ВВП	43,9	3216,6	28,9	38,7	42,3	47,1	45,1	37,9	38,5	40,2	48,1	53,3	60,8	63,0
Грошова маса МЗ, млн. грн.	48,2	3216	6990	9364	12541	15705	22070	32252	45755	64870	95043	125801	194073	261063
У% до обсягу ВВП	32,5	267	12,6	11,6	13,4	15,3	16,9	18,9	22,5	17,5	36,1	36,4	46,3	46,8

*Бюлетень НБУ. 2007. - № 5

Обсяги банківських ресурсів визначають можливості грошової системи забезпечувати процес мультиплікації грошей та його використання в грошово-кредитній політиці. Подальший розвиток банківської системи та її ресурсної бази пов'язаний з ліквідацією та поглинанням комерційних банків з невеликим капіталом та його концентрацією в потужних кредитних інститутах. Особливості розвитку трансформаційних процесів пов'язані з потребою інтенсифікації розвитку банківської системи за рахунок концентрації капіталу. Функціональні можливості банківської системи визначають частину національного багатства і акумулюються на банківських рахунках. О. Дзюблюк відстоює позицію, що саме низька капіталізація банківської системи, а також низька якість банківських активів є найбільшими перешкодами для підвищення її ефективності [9, с. 30].

Грошова база та її розмір є основним об'єктом контролю з боку НБУ в процесі реалізації грошово-кредитної та відсоткової політики. У механізмі формування пропозиції грошей НБУ контроль та регулювання грошової бази дає змогу визначити параметри емісії грошей та впливати на відсоткові ставки.

Структура грошової маси в розвинених ринкових економіках характеризується низькою часткою готівки, що є ознакою розвинених грошових систем. В Україні частка готівки (М0) в грошовій масі є високою, що відповідно впливає на особливості формування грошової бази. В Україні частка готівки досягає 30 %, в той час у сучасних ринкових економіках не перевищує 10 %.

Табл. 5 демонструє динаміку зміни грошової бази в Україні.

Табл. 5. Динаміка грошової бази в Україні в 1999-2006 рр. *

Показники	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Грошова база, млн. грн.	11988	16780	230055	30808	40089	33783	82760	95784
у тому числі готівки М0 (гроші поза банками)	9583	12799	19405	26434	33119	42346	60231	74984
у %	79,9	76,3	84,4	83,8	82,6	78,8	72,5	78,2
Резервні вимоги, млн. грн.	2395	3966	3561	4334	6328	11378	22440	20800
у %	20,1	23,7	15,6	14,2	17,4	21,2	27,2	21,8

Примітка: *Бюлетень НБУ. – 2007, № 5

Частка готівки в грошовій базі є практично незмінною і тримається на рівні близько 80 %. За високої частки готівки в грошовій базі в НБУ обмежені можливості для її регулювання ринковими методами. Методи регулювання грошової пропозиції побудовані на зміні грошової бази, що дає змогу впливати на процес мультиплікації грошей та відсоткові ставки. Проте частка резервних вимог, яка становить лише 21,8 %, обмежує застосування ринкових методів регулювання відсоткових ставок.

Ринок цінних паперів є важливою складовою передавального механізму відсоткової політики. Ринок цінних паперів поділяється на первинний, пов'язаний з розміщенням цінних паперів, та вторинний, на якому здійснюються операції їх купівлі та продажу. Ринок цінних паперів є складовою механізму державної економічної політики в США та розвинених економіках. Проте в Україні відсутній достатньо розвинений ринок державних цінних паперів для регулювання грошового обігу та відсоткових ставок. У табл. 6 показано динаміку розміщення облігацій державної внутрішньої позики та їх доходність на первинному ринку цінних паперів.

Табл. 6. Розміщення ОВДП на первинному ринку в 1995-2006 рр. *

Період	Кількість розміщених облігацій, тис. шт.	Сума залучених коштів з держбюджету, млн. грн.	Доходність (середньозважена), %
1995	284,0	304,0	85,59
1996	31474,1	3062,9	70,93
1997	105087,6	8321,8	32,76
1998	117152,9	8164,3	54,8
1999	46845,8	3841,8	27,51
2000	20388,7	1892,1	20,49
2001	1271,1	1190,1	15,68
2002	2947,9	2848,6	10,81
2003	1189,2	1161,3	9,75
2004	2224,3	2203,8	11,24
2005	6898,8	7153,4	7,25
2006	1582,4	1597,6	9,26

Примітка: *Бюлетень НБУ. – 2007, № 5

В Україні при запровадженні ОВДП було встановлено високі відсоткові ставки з метою підвищити попит на них з боку комерційних банків. Проте, внаслідок збільшення в портфелях комерційних банків ОВДП з високою доходністю, знизилась мотивація для кредитних операцій з нижчою доходністю, що почало обмежувати процеси мультиплікації грошей. Ринок цінних паперів в Україні так і не зміг забезпечити механізми грошово-кредитної політики. В Україні до 1998 р. збільшення обсягів розміщених ОВДП здійснювалось за рахунок підвищення номінальних відсоткових ставок, які досягли 40-80 % (див. табл. 6). Внаслідок значного перевищення відсоткових ставок над рівнем рентабельності в реальному секторі економіки комерційні банки втрачали стимули для кредитування економічних процесів. Зростаючий державний борг вимагав збільшення емісії ОВДП, що стало фактором дестабілізації грошового ринку. Для сплати високих процентів на зростання кількості ОВДП необхідна була постійно зростаюча емісія. Таким чином, виникала загроза грошовій та фінансовій системі України, що змусило в 1999 р. в декілька разів знизити емісію державних цінних паперів. Кількість розміщених облігацій та їх вартість на первинному ринку зростала з 1995 до 1998 р. Проте, внаслідок фінансової кризи в Азії виникла загроза "де-фолта" в Україні, що змусило обмежити розміщення цінних паперів. Зменшення кількості розміщених облігацій та суми залучених коштів до держбюджету також пов'язано зі зменшенням дефіциту державного бюджету.

В Україні можливості використання ринку цінних паперів в грошово-кредитній політиці є обмеженим порівняно з сучасними економіками і майже не використовується в механізмах грошово-кредитної політики. Первинне розміщення цінних паперів, крім того, є фактором стабілізації монетарної сфери та антиінфляційним чинником та впливає на формування відсоткових ставок. Автори найбільш важливими напрямками впливу ринку цінних паперів на монетарну сферу вважають [10, с. 199]:

- емітуються боргові цінні папери під банківські гарантії;
- замість банківських кредитів здійснюється емісія цінних паперів;
- банківські кредити видаються під заставу цінних паперів;
- короткострокові вкладення трансформуються в середньо- та довгострокові кредити під банківські та державні гарантії;
- здійснюється кредитування цінними паперами шляхом укладання угод РЕ-ПО.

Обмежені масштаби використання державних цінних паперів поєднуються або з відсутністю, або з недорозвиненими функціональними можливостями різних видів паперів. Розвиток первинного ринку цінних паперів створив умови для розвитку вторинного ринку, пов'язаного з їх подальшою купівлею та продажем. Вторинний ринок цінних паперів використовується НБУ для регулювання ліквідності комерційних банків, відсоткових ставок та грошової маси.

З табл. 7 видно, що операції на вторинному ринку цінних паперів почали використовуватися з 1996 р. і зростали до 1998 р. Внаслідок Азійської фінансової кризи обсяги операцій на вторинному ринку скоротилися майже в

9 разів. Лише в 2001 р. обсяги операцій на вторинному ринку цінних паперів набули розміру докризового періоду. Проте, існуюча динаміка операцій на вторинному ринку цінних паперів, коли їх обсяги не зростають, дає підстави характеризувати її як стагнацію. Обсяги розміщення державних цінних паперів на вторинному ринку та здійснення операцій з рефінансування не зростають та не забезпечують розвиток кредитної спроможності банківської системи.

Табл. 7. Операції на вторинному ринку цінних паперів України в 1996-2004 рр. *

Період	Загальний обсяг, купівля-продаж, млн. грн.	Надання кредитів під заставу ДЦП з рефінансування міжбанківських кредитів, млн. грн.	Розміщення облігацій під заставу ДЦП, враховуючи операції з рефінансування та міжбанківського кредитування, млн. грн.
1996	1913,3	520,8	2433,6
1997	6549,2	5871,9	12421,0
1998	5016,6	5629,4	10645,9
1999	2894,5	683,0	3577,5
2000	2797,5	722,0	3519,5
2001	8798,5	3143,1	11941,6
2002	5600,0	1230,9	6830,9
2003	771,5	2677,9	3449,5
2004	8729,5	5106,3	12404,9

Примітка: *Бюлетень НБУ. – 2007, № 5

В Україні державні цінні папери в перший період їх запровадження переважно використовувались для рефінансування комерційних банків під забезпечення (ломбардний кредит). Пізніше НБУ через підвищення облікової ставки та ставок ломбардного кредитування прагнув впливати на підвищення попиту на гривню та обмежив спекулятивні операції.

Таким чином, в Україні макроекономічна стабілізація, розвиток методів та інструментів грошово-кредитної політики та розширення ресурсної бази банківської системи забезпечили основні передумови для застосування регулювання відсоткових ставок.

Висновки. При поглибленні трансформаційних процесів підвищується значення відсоткової складової грошово-кредитної політики. Відсоткова політика традиційно вважається більш ефективним важелем регулювання монетарної сфери та економічної кон'юнктури. Проте, в Україні відсоткова політика ще не повністю сформована і проводиться в обмежених масштабах.

Становлення механізмів регулювання відсоткових ставок відбулася в тісному взаємозв'язку з динамікою ринкових реформ, які визначають можливості застосування відсоткової політики. Заходи регулювання відсоткових ставок почали здійснюватись в умовах глибокої економічної кризи та гіперінфляції і не мали реального впливу на економічну кон'юнктуру.

Запровадження відсоткової політики почалось разом зі створенням НБУ та мережі комерційних банків, проте її проведення більше свідчило про наміри, ніж про реальну ефективність використання. Після запровадження гривні почався процес наповнення реальним змістом лише номінально визначених інструментів грошово-кредитного регулювання та відсоткової політики.

Перехід до сталого економічного зростання обумовив розширення регулівних можливостей відсоткових ставок, цінової стабілізації та дозволило підвищити можливості застосування відсоткових ставок, як складової трансмісійного механізму грошово-кредитної політики та її цільового орієнтуру.

Під час трансформаційного періоду було сформовано основні передумови, які забезпечили можливість регулювання відсоткових ставок та їх використання в складі грошово-кредитної та кон'юнктурної політики.

У сучасних умовах відсоткова політика в структурі грошово-кредитної політики підпорядкована валютно-курсовій, яка формує визначальну складову грошової маси і параметри відсоткових ставок. Розширення можливостей відсоткової політики можливе лише після переходу до режиму вільно плаваючого валютного курсу. НБУ відмовляється від параметрів валютного курсу як основного цільового орієнтуру і почав використовувати відсоткові ставки.

Зростання масштабів використання операцій на відкритому ринку є одним із визначальних напрямів підвищення ефективності регулювання відсоткових ставок. На відміну від сучасних ринкових економік, застосування операцій на відкритому ринку в Україні знаходиться в зародковому стані, що не дає змоги використовувати їх регулівні можливості для впливу на параметри відсоткових ставок. Розвиток ринку цінних паперів та його інструментів має створити умови для більш ефективного використання операцій на відкритому ринку.

Література

1. **Килипенко Н.Є.** Структура процентних ставок у грошово-кредитній системі// Наук. вісник НЛТУ України. – Львів: НЛТУ України. – 2006, вип. 16.6. – С. 241-247.
2. **Килипенко Н.Є.** Теоретико-методологічні підходи до визначення грошового ринку та його структури// Наук. вісник НЛТУ України. – Львів: НЛТУУ, 2006, вип. 16.2. – С. 267-272.
3. **Килипенко Н.Є.** Формування попиту і пропозиції грошей учасниками грошового ринку// Наук. вісник НЛТУ України. – Львів: НЛТУ України. – 2006, вип. 16.3. – С. 180-186.
4. **Килипенко Н.Є., Іщук Л.І., Катаці Б.І.** Докейнсіанські погляди на теорію процента// Вісник Львівської комерційної академії. Серія економічна. – Львів: ЛКА. – 2007, вип. 27.
5. **Сакс Дж. Д., Ларрен Б.Ф.** Макроекономіка. Глобальний підход. – М.: Дело, 1996. – 848 с.
6. **Закон України "Про національний банк України"** № 679-XIV від 20.05.1999/ Законодавчі і нормативні акти банківської діяльності. – 1999, вип. 7. – С. 3-23.
7. **Стельмах В., Єпіфанов В. та ін.** Грошово-кредитна політика в Україні. – К.: Либідь, 2000. – С. 306.
8. **Гальчинський А.** Макроекономічні та монетарні інструменти політики зростання. – Вісник НБУ. – 2004, № 8. – С. 6-8.
9. **Дзюблюк О.** Проблеми забезпечення ефективності функціонування банківської системи// Вісник НБУ. – 2005, № 3. – С. 30-31.
10. **Киданова А.А., Алдаева Д.А.** Рынок ценных бумаг и биржевое дело. – М.: Научная мысль, 2000. – 320 с.