

Корнєєва Ю.В.*

ВИБІР ОПТИМАЛЬНОГО МЕХАНІЗМУ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ У КОНТЕКСТІ ІНТЕГРАЦІЙНИХ ПРОЦЕСІВ

В этой статье исследуется эффективность механизма денежно-кредитного регулирования в контексте интеграционных процессов на основе эконометрического анализа работы основных каналов трансмиссионного механизма в странах с фиксированными и гибкими валютными режимами. Также рассматриваются аспекты влияния процессов финансовой глобализации на эффективность стабилизационных программ макроэкономического регулирования в условиях мирового финансового кризиса.

Ключевые слова: монетарная политика, валютная политика, монетарная стратегия, валютный режим, монетарный трансмиссионный механизм, интеграционные процессы.

У даній статті досліджується ефективність механізму грошово-кредитного регулювання у контексті інтеграційних процесів на основі економічного аналізу роботи основних каналів трансмісійного механізму у країнах з фіксованими та гнучкими валютними режимами. Також розглядаються аспекти впливу процесів фінансової глобалізації на ефективність стабілізаційних програм макроекономічного регулювання в умовах світової фінансової кризи.

Ключові слова: монетарна політика, валютна політика, монетарна стратегія, валютний режим, монетарний трансмісійний механізм, інтеграційні процеси.

This article examines the effectiveness of the mechanism of monetary regulation in the context of integration processes on the basis of an econometric analysis of the main channels of transmission mechanism in countries with fixed and flexible exchange rate regimes. Also the influence of financial globalization on the effectiveness of macroeconomic stabilization programs is under consideration.

Key words: monetary policy, exchange rate policy, monetary regime, exchange rate regime, monetary transmission mechanism.

Постановка проблеми. З огляду на важливість та актуальність питання щодо інтеграції України у світовий економічний простір та приєднання до Європейського Союзу, у даному дослідженні окрему увагу звернуто на вивчення ролі механізму грошово-кредитного регулювання у контексті забезпечення ефективної системи макроекономічного регулювання під час інтеграційних процесів, а саме: дослідженні ефективності основних трансмісійних каналів монетарної політики. Також акцентовано на аналізі ролі, яку відіграє

* кандидат економічних наук, молодший науковий співробітник НДЧ Інституту міжнародних відносин Київського національного університету імені Тараса Шевченка

механізм взаємодії монетарної та валютної політики у питанні подолання негативних наслідків впливу зовнішніх шоків, таких, як, наприклад, остання світова фінансова криза. Брак узагальненого досвіду щодо визначення ефективного механізму грошово-кредитного регулювання для досягнення макроекономічної стабільності у контексті фінансової глобалізації та інтеграційних процесів, важливість та актуальність проблем, що були перелічені вище, а також недостатнє теоретичне та емпіричне висвітлення їх в економічній літературі зумовили вибір теми даного дослідження.

Аналіз досліджень та публікацій. Проблема визначення ефективності механізму грошово-кредитного регулювання знайшла відображення та набула подальшого розвитку завдяки працям таких видатних зарубіжних дослідників, як О. Бленчард, С. Вей, Х. Вольф, А. Гост, М. Дабровські, Р. Дорнбуш, П. Кеннен, В. Ключев, Р. Манделл, Ф. Мишкін, Дж. Острі, М. Флемінг та ін. Серед українських вчених ключові аспекти ролі монетарної політики у макроекономічному регулюванні досліджували такі вчені: Ю. Біленко, О. Василік, А. Гальчинський, А. Гриценко, Т. Кричевська, А. Мельник, С. Ніколайчук, О. Петрик, А. Сташин, В. Стельмах, Н. Тушницький, С. Циганов, В. Ющенко та ін. Методологічні основи аналізу валютно-кредитних відносин у монетарному середовищі закладені в роботах таких вітчизняних вчених: Ю. Бездітко, Я. Белінська, С. Боринець, А. Кияк, Б. Лапчук, З. Луцишин, М. Максименцев, О. Рогач, О. Сльозко, І. Співак, В. Степаненко, А. Філіпенко, А. Шаповалов, В. Шевчук та ін.

Мета статті полягає у визначенні оптимального механізму грошово-кредитного регулювання економіки для України у контексті інтеграційних процесів. На основі оцінки ефективності монетарного трансмісійного механізму у країнах, що вже приєдналися до ЄС, аналізу їх досвіду, виявити слабкі та сильні сторони монетарного регулювання у контексті інтеграційних процесів, що дозволить визначити рекомендації щодо впровадження ефективного механізму взаємодії монетарної та валютної політики для України.

Виклад основного матеріалу. За роки незалежності грошово-кредитна система України зазнала значних перетворень у процесі трансформації. Нині особливої актуальності набула проблема розробки ефективної системи макроекономічного регулювання, яка б відповідала довготривалим перспективам соціально-економічного розвитку країни та інтеграції до Європейського Союзу. Остання світова фінансова криза дозволила побачити, наскільки суттєвим є вплив процесів фінансової глобалізації на грошово-кредитну систему країн в сучасних умовах, оскільки глобалізаційні процеси роблять економіку більш чутливою та вразливою до негативного впливу зовнішніх економічних чи політичних шоків.

Ефективність монетарного трансмісійного механізму відноситься до одного з найважливіших факторів, що забезпечує результативність роботи грошово-кредитної політики. Під впливом трансформаційних процесів монетарний трансмісійний механізм в Україні весь час зазнавав змін, адже на початкових етапах переходу на ринкові умови на перший план виходили одні трансмісійні канали, натомість інші не працювали зовсім через недостатній рівень розвитку фінансових ринків, проте з плином часу ситуація значно змінювалася.

З метою дослідження ефективності монетарного трансмісійного механізму в умовах фінансової глобалізації та у контексті інтеграційних процесів проведено економетричний аналіз, який досліджує ефективність цього механізму з урахуванням впливу зовнішніх фінансових надходжень, та допоможе виявити, які саме елементи трансмісійного монетарного механізму працюють ефективно. Для аналізу використовувалися квартальні дані щодо рівня облікової процентної ставки, рівня інфляції (ІСЦ), грошової маси (М2), ва-

лютного курсу (номінальний валютний курс) та рахунку операцій з капіталом за період часу з 1997-2011 рр., оскільки на початкових етапах трансформації на ринкові засади ринку грошей фактично не існувало, реальні відсоткові ставки через значне розбалансування економіки деколи були від'ємними. Для аналізу використовувалася статистична база МВФ, ЄБРР, НБУ [1; 2; 3]. Методика кількісних порівнянь передбачає синхронізацію кількісних даних, що є основним методологічним принципом даної роботи. Для того, щоб привести всі величини у лінійний формат для розробки рівнянь регресії, використовуються логарифмічні форми кількісних показників.

З метою дослідження впливу монетарних шоків на валютний курс, для аналізу наслідків від надмірного припливу капіталу на ефективність роботи монетарної та валютної політики, для дослідження ефективності основних трансмісійних каналів використовується векторна авторегресія, яка ефективна навіть для малої кількості даних, що є характерною особливістю для країн з перехідною економікою. Згідно з неокласичним підходом щодо нейтральності грошей у довгостроковому періоді, вплив монетарної політики розглянуто у середньостроковому періоді. Векторна авторегресія (VAR-аналіз) застосовується для динамічних рядів і має наступний вигляд:

$$Y_t = \beta + B_0 Y_t + B_1 Y_{t-1} + \dots + B_p Y_{t-p} + \eta_t, \quad (1)$$

де β – вектор констант, $B_0 \dots B_p$ – $n \times n$ матриці коефіцієнтів, η_t – похибки. Це динамічна лінійна модель, що зв'язує поточні і минулі значення вектору Y_t n -мірного часового ряду. Однією з головних переваг VAR-аналізу є відсутність необхідності визначення екзогенності змінних, тобто у моделі векторної авторегресії справа знаходиться залежна змінна, а зліва розташовані всі змінні, які є ендогенні. Дослідники виявили, що VAR дуже ефективний та зручний для аналізу макроекономічної ситуації, створення прогнозів та дослідження впливу зовнішніх шоків чи змін у державній політиці на економіку країни порівняно з великими системами структурних рівнянь [4].

Наявність в рівнянні матриці B_0 говорить про можливість одночасної взаємодії між n змінними, тобто B_0 дозволяє зробити так, щоб ці змінні, які відносяться до одного часового періоду, визначалися разом. Виходячи з теорії ідентифікації одночасних рівнянь відомо, що для ідентифікації елементів B_0 необхідно мати деякі ідентифікаційні обмеження. Структурна VAR забезпечує ці ідентифікаційні обмеження на основі економічної теорії. Кількість структурних VAR — тобто наборів припущень, які ідентифікують одночасні взаємозв'язки між змінними, - обмежена тільки винахідливістю дослідника.

Векторні авторегресії (VAR) були розроблені К. Сімсом у 1980 році. На перший погляд, VAR — це не більше ніж узагальнення одномірної авторегресії на багатовимірний випадок, і кожне рівняння в VAR - не більше, ніж звичайна регресія по методу найменших квадратів однієї змінної на запізнілі значення себе та інших змінних в VAR. Але цей начебто простий інструмент дає можливість систематично і внутрішньо узгоджено вловити багату динаміку багатовимірних часових рядів, а статистичний інструментарій, який супроводжує VAR, виявився зручним і, що дуже важливо, його досить легко інтерпретувати.

Для порівняння аналіз ефективності основних елементів монетарного трансмісійного механізму було проведено як для країн з фіксованими валютними режимами, що вже вступили до ЄС, так і для країн з гнучкими валютними режимами, а також для України. Як видно з рис. 1, основний вплив на валютний курс (EXR) в Україні чинить інфляція (inflation), яка пояснює близько 20% коливань валютного курсу, зміна рахунку операцій з капіталом (CA) пояснює близько 15%, вплив же грошової маси (M2) та процентної ставки (IR – ставка рефінансування НБУ) незначний, не перевищує 10%. Тож валютний курс не регулюється процентною ставкою, що свідчить про слабкість процентного регулювання.

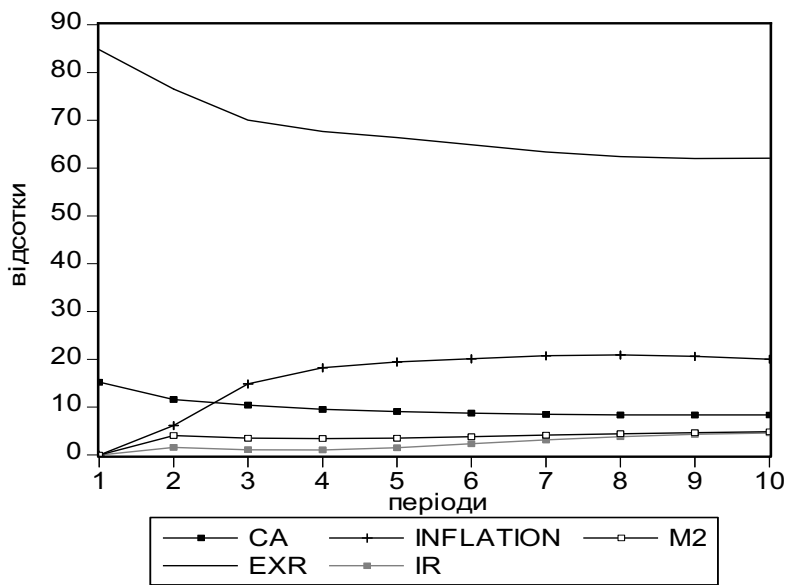


Рис. 1 Результати VAR-аналізу впливу макроекономічних показників на валютний курс в Україні в період 1997-2011 рр.

лати, необхідно або нарощувати експорт країни, або збільшувати ВВП. Саме така ситуація і була в Україні, коли у 2000-2003 рр. простежувався значний ріст грошової маси, проте курс гривні залишався стабільним. Також можна зробити висновок, що валютний курс в економіці нашої держави виконує роль певного «якоря економіки». Якщо поглянути на динаміку курсу гривні, певних побоювань не виникає, курс стабільний, проте такий під-

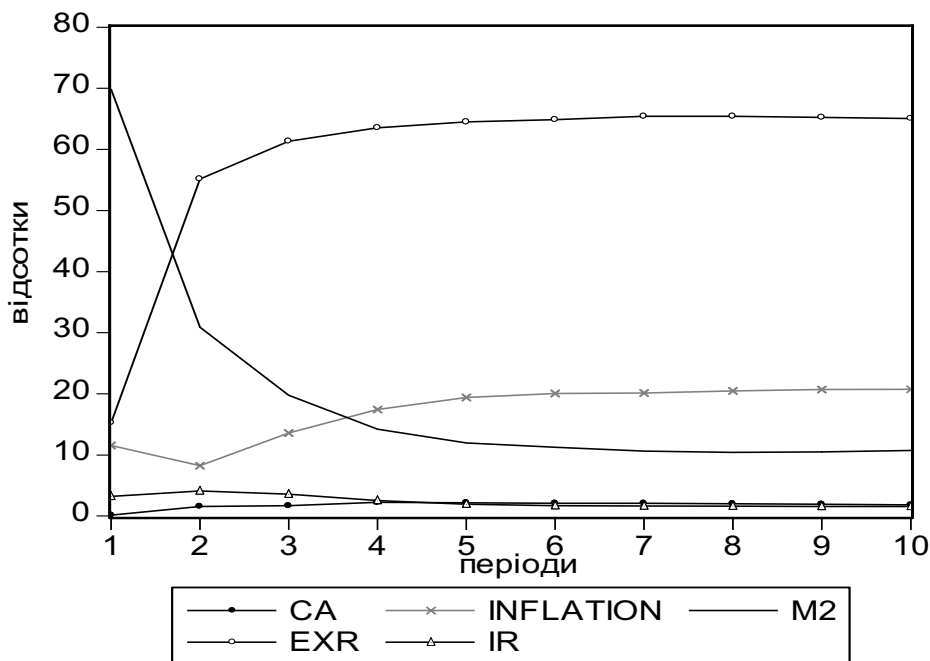


Рис. 2 Результати VAR-аналізу впливу макроекономічних показників на грошову масу в Україні в період 1997-2011 рр.

хід дуже обмежує аналіз економічної ситуації, адже курс утримувався адміністративними методами, оскільки фактично у країні простежується прив'язка до долара США (динаміку зростання грошової маси, темпи приросту ВВП та коливань номінального валютного курсу наведено у табл. 1).

Як видно з рис. 2. головним визначником зміни грошової маси в Україні протягом 1997-2011 рр. був валютний курс, який пояснював близько 65% зміни грошової маси.

Загалом для економіки України характерне стрімке нарощення грошової маси, що створює певний девальваційний тиск. Для того, щоб його подолати, необхідно або нарощувати експорт країни, або збільшувати ВВП. Саме така ситуація і була в Україні, коли у 2000-2003 рр. простежувався значний ріст грошової маси, проте курс гривні залишався стабільним. Також можна зробити висновок, що валютний курс в економіці нашої держави виконує роль певного «якоря економіки». Якщо поглянути на динаміку курсу гривні, певних побоювань не виникає, курс стабільний, проте такий під-

Таблиця 1
Динаміка зростання грошової маси, темпи приросту ВВП
та коливання номінального валютного курсу гривні в Україні за 2000-2011 рр.

Рік	М2 (млн грн)	Номінальний валютний курс (UAH/USD)	Приріст ВВП (%)
2000	31544	5,4402	5,9
2001	45186	5,3722	9,2
2002	64321	5,3266	5,2
2003	94855	5,3327	9,4
2004	125483	5,3192	12,1
2005	193145	5,1247	2,7
2006	259413	5,05	7,3
2007	391273	5,05	7,9
2008	512527	5,26722	2,1
2009	484772	8,1	-15,1
2010	596841	7,852625	4
2011	685500	7,9897	5,2

Джерело: статистика НБУ [2].

Політика монетарної експансії, яку проводили в Україні за умов існування фактично фіксованого курсу національної валюти з прив'язкою до долара США, була неефективною, оскільки проведення монетарної експансії в умовах фіксованого валютного режиму призводить до виснаження валютних резервів і, в деяких випадках, навіть до виникнення подвійного валютного ринку. І за таких умов країна перебуватиме на межі валютно-фінансової кризи. Також варто зазначити, що поєднання валютних режимів, які допускають лише незначні коливання валютних курсів, зі значним зростанням грошової маси одночасно призведе до виникнення інфляції в країні.

Натомість підтримання стабільності валютного курсу за від'ємного сальдо платіжного балансу і бюджетного дефіциту центр ваги переміщується на вартість запозичень, тобто на процентну ставку. Високі процентні ставки є наслідком жорсткої валютної політики, спрямованої на стабілізацію валютного курсу. Ця проблема є характерною як для України, так і для інших країн із недостатніми внутрішніми грошовими нагромадженнями, за хронічних бюджетних дефіцитів можливості підтримання стабільного обмінного курсу у перехідній економіці традиційними монетарними інструментами обмежені [6].

Сучасні дослідження свідчать про те, що процентний трансмісійний канал діяв слабо у всіх країнах, які приєдналися до ЄС у 2004 р. Процентна політика діє ефективніше у розвинутих ринкових економіках, тоді як ринки у процесі трансформації не є дуже чутливими до впливу процентної ставки на внутрішній попит. Процентний трансмісійний канал був слабким навіть в умовах монетарної стратегії таргетування інфляції через легкість у доступі до іноземних позик, тож найсильнішим у перехідних економіках був валютний канал. Через низький рівень фінансового посередництва та монетизації економіки у перехідних економіках процентна ставка слабо впливає на сукупний попит. Також вагомий вплив на ефективність процентного трансмісійного каналу чинить значний приплив капіталу в країну, створюючи легкий доступ до іноземного кредитного капіталу, що робить суб'єкти економічної діяльності менш вразливими до змін у внутрішніх відсотко-

вих ставках. Такий самий негативний вплив чинять припливи капіталів і на кредитний канал, оскільки внаслідок зростання доступу до альтернативних джерел фінансування банківське кредитування втрачає провідну роль у процесі інвестування. Тож ефективність роботи важливих трансмісійних каналів монетарної політики у перехідних економіках в умовах глобалізації та інтеграції до ЄС значною мірою знижується внаслідок впливу іноземного капіталу, що надходить до країни у надмірній кількості [7]. Тож як можна побачити, іноземні фінансові надходження розглядалися до цього у контексті впливу на ефективність інших традиційних каналів монетарної політики, а не розглядалися як окремий трансмісійний механізм взаємодії монетарної та валютної політики країн ЦСЄ.

На рис. 3 зображено вплив валютного курсу (EXR), інфляції (inflation), процентної ставки (IR) та припливу капіталу (CA – рахунок операцій з капіталом) на рівень грошової маси (M2) у Латвії.

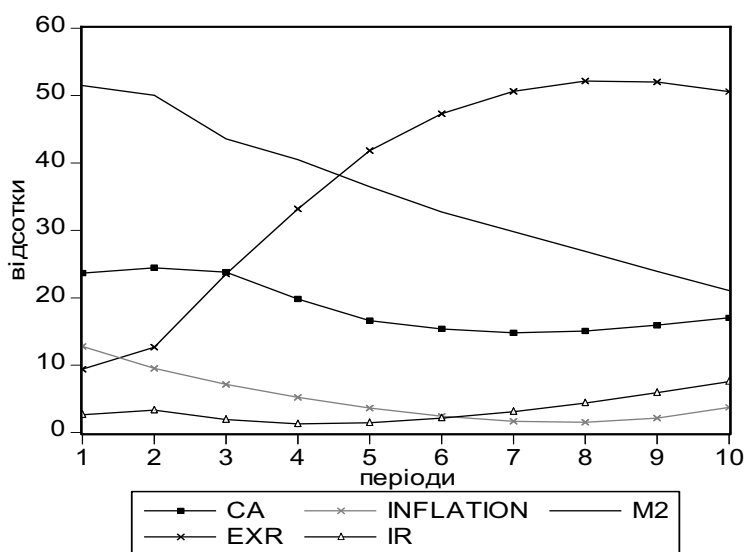


Рис. 3 Результати VAR-аналізу впливу макроекономічних показників на грошову масу у Латвії в період 1997-2011 рр.

Також досліджено вплив припливу капіталу на валютний курс у Латвії протягом 1997-2011 рр. На рисунку можна простежити зниження впливу притоку капіталу на валютний курс,

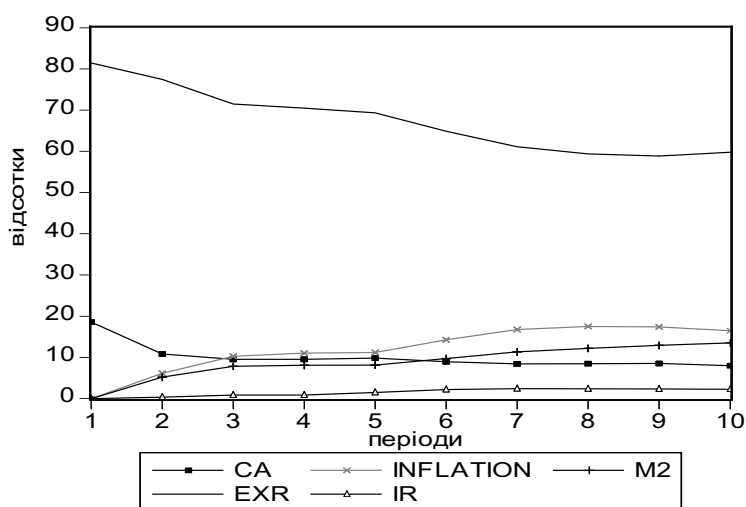


Рис. 3 Результати VAR-аналізу впливу макроекономічних показників на валютний курс у Латвії в період 1997-2011 рр.

Як це бачимо з рис. 3 на зміну рівня грошової маси чинить значний вплив валютний курс (до 50%), зміни рахунку операцій з капіталом пояснюють близько 20% коливань грошової маси. Натомість вплив процентної ставки та інфляції незначний. Тож сформувалася ситуація, коли валютний курс виступає у якості певного якоря економіки, навколо якого все обертається, валютний курс чинить значний вплив на грошову масу. На рис. 4 наведено аналіз взаємодії валютного курсу з рівнем грошової маси, процентної ставки, інфляції та досліджено вплив припливу капіталу на валютний курс у Латвії протягом 1997-2011 рр. оскільки період, обраний для аналізу, охоплює той час, коли під дією кризи міжнародні фінансові потоки призупинилися. Також можна зробити висновок, що вплив близько 20% курсових коливань пояснюється впливом зростання інфляції, близько 12% коливань пояснює зростання грошової маси, вплив же процентної ставки майже відсутній.

У теорії визначення валютного курсу Дж. Кейнса на основі теорії регульованого ринку йдеться про те, що валютний ринок має регулюватися про-

центною ставкою, в гірших випадках грошовою масою. У Латвії процентна ставка не відіграла майже ніякої ролі у процесах регулювання грошово-кредитного ринку, що підтверджує думку про слабкість процентного каналу. Фіксований валютний режим обмежує застосування інструментів монетарної політики, не дозволяє ефективно реагувати на зовнішні шоки, такі, як, наприклад, значний приплив капіталу. Не маючи змоги застосовувати інструменти монетарної та валютної політики у таких випадках, уряди посилюють використання фіскальних інструментів, не підкріплених монетарними та валютними заходами, створюючи значний тиск на товарний ринок та ринок робочої сили, знижуючи рівень життя населення за рахунок зниження заробітної платні, зростання інфляції та безробіття. Застосування інструментів монетарної та валютної політики дало б змогу м'якше реагувати на зовнішні виклики. Головною перешкодою на шляху до ефективної системи макроекономічного регулювання є використання фіксованого валютного режиму, який, з одного боку виступає гарантом економічного зростання, але з іншого - спотворює ринкові механізми, заважаючи економіці країни гармонійно розвиватися у контексті глобалізації та інтеграції до ЄС.

Аналіз впливу макроекономічних показників на валютний курс у Чехії наведено на рис. 5. На графіку чітко видно, що основний вплив на коливання валютного курсу чинять процентна ставка та інфляція (близько 18-20%).

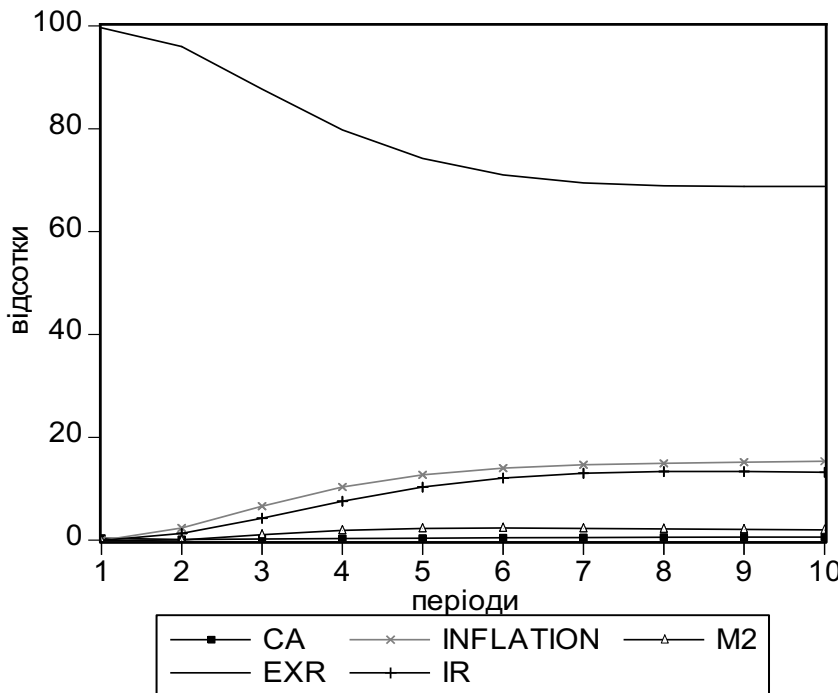


Рис. 5 Результати VAR-аналізу макроекономічних показників на валютний курс у Чеській Республіці за період часу 1997-2011 рр..

Такі результати дозволяють стверджувати, що у країні працює ефективний механізм регулювання валютного ринку, основним інструментом є процентна ставка. На противагу країнам, в котрих діють фіксовані валютні режими, вплив іноземного капіталу майже відсутній. Тож в умовах, коли у країні діє гнучка система курсоутворення, ефективність процентного регулювання значною мірою зростає, оскільки така система дозволяє впроваджувати незалежну монетарну політику, на відміну від фіксованих валютних режимів.

На рис. 6 відображено результати економетричного дослідження ефективності основних інструментів механізму взаємодії монетарної та валютної політики у Словенії за 1997-2006 рр. Період обраний для дослідження не включає 2007-2011 рр., оскільки з того часу всі статистичні дані, представлені у євро. Результати аналізу дають підстави зробити висновки, що у процесі регулювання валютного ринку основним інструментом є процентна ставка (близько 20% коливань валютного курсу). Словенія - одна з найуспішніших економічних систем серед країн ЦСЄ, високий рівень економічного розвитку якої дав змогу вже у 2006 р. перейти на єдину європейську валюту.

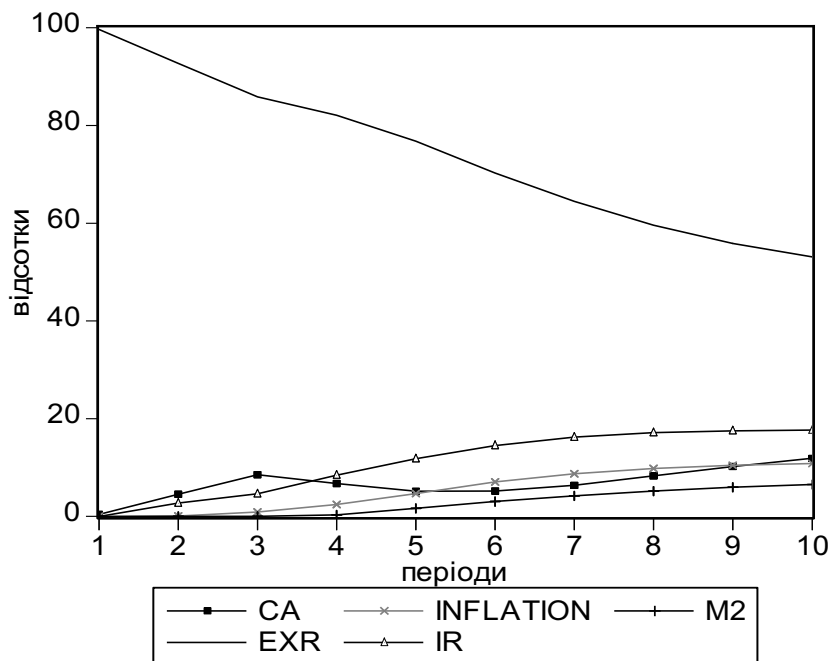


Рис. 6 Результати VAR-аналізу впливу макроекономічних показників на валютний курс у Словенії за 1997-2006 рр.

те, що потрібно було встановити баланс між досягненням низького рівня інфляції, забезпеченням конкурентоспроможності національних виробників та лібералізацією ринків операцій з капіталом, необхідним для вступу до Європейського Союзу. Поєднання високої різниці між внутрішніми та зовнішніми процентними ставками з лібералізацією ринків капіталу створили всі передумови для значного припливу капіталів до країн, які, в свою чергу, дуже ускладнюють роботу монетарної, валютної та фіскальної політики, оскільки створюють небажаний тиск на інфляцію та валютний курс, або призводять до надмірного дефіциту рахунку поточних операцій. В свою чергу значні припливи капіталів до країни не у вигляді прямих іноземних інвестицій, а у вигляді зростання рівня зовнішнього кредитування, призводять до перегріву економіки, що дуже порушує загальну макроекономічну рівновагу. Тож найскладнішим завданням, яке виникає перед монетарною та валютною політикою країн з перехідною економікою в контексті приєднання до Європейського Союзу, є поєднання відносно швидких темпів зниження інфляції з мінімізацією ризиків для рахунку поточних операцій унаслідок значних обсягів надходжень капіталів, для забезпечення фінансової стабільності та сталого економічного розвитку країни. Валютний режим має забезпечувати ефективне середовище для вільного використання інструментів монетарної політики, фіскальна політика має бути спрямована на зниження дефіциту рахунку поточних операцій.

Висновки. Проведені економетричні дослідження ефективності основних елементів монетарного трансмісійного механізму дозволяють зробити висновки, що процентний канал в країнах з фіксованими валютними режимами функціонував набагато слабше порівняно з країнами, в яких було запроваджено гнучке курсоутворення. У першому випадку вплив процентної ставки на динаміку зростання грошової маси в середньому не перевищував 10%. Натомість вплив каналу валютного курсу був визначальним і пояснював до 60% коливань грошової маси. В умовах гнучких валютних режимів ефективність процентного каналу збільшувалася, вплив процентної ставки на динаміку зростання грошової маси в середньому становив 30-40%. Також варто зазначити, що за умови фіксованих

Приєднання до ЄС створює значні переваги та стимули економічного розвитку країни. Проте, водночас, інтеграційні процеси передбачають втрату незалежності у запровадженні монетарної та валютної політики, що позбавляє систему макроекономічного регулювання певної гнучкості. Відповідно, в кризових умовах механізм пристосування до негативного впливу зовнішніх шоків працює недостатньо ефективно.

Головним викликом для країн, що прагнули приєднатися до ЄС, було

валютних режимів зростає вплив каналу іноземних капіталів на величину обмінного курсу до 50-60%, за гнучких режимів цей показник в середньому становить 10%. Тобто аналіз чинників впливу на валютний курс засвідчив, що головним визначником валютного курсу в період використання фіксованого валютного режиму були саме припливи капіталів, а вже згодом процентна ставка. Це свідчить про те, що уряди країн недооцінили негативних наслідків від надмірного притоку капіталу. Слабкий взаємозв'язок між процентною ставкою та валютним курсом свідчать про існування певних недоліків у монетарному трансмісійному механізмі.

Головною перепоною ефективної роботи процентного трансмісійного каналу в Україні поряд з слабким рівнем розвитку грошово-кредитного ринку та фінансового посередництва, високим рівнем доларизації та низькою монетизацією економіки є механізм взаємодії монетарної та валютної політики, який ґрунтується на системі фіксованих валютних режимів. Ще одним важливим фактором, що впливає на ефективність роботи процентного каналу в Україні, є особливості роботи національної банківської системи, коли комерційні банки не завжди реагували на зміну облікової ставки НБУ, наприклад, у випадку запровадження рестрикційної монетарної політики, адже не хотіли втратити клієнтів та встановлювати жорсткіші умови надання кредитів. Така ситуація була можлива завдяки тому, що комерційні банки використовували альтернативні джерела фінансування, переважно зовнішні, що дозволяло встановлювати певний рівень незалежності від політики рефінансування НБУ.

Монетарний трансмісійний механізм у ринкових економіках можна зачислити до квазі-кейнсіанських моделей, коли головні важелі у процесі регулювання належать процентній ставці, а гнучкі валютні курси дозволяють процентному каналу працювати ефективно. Монетарний трансмісійний механізм в Україні, що ґрунтується на фіксованих валютних режимах, працює в основному через канал валютного курсу, і даний механізм можна віднести до квазі-монетаризму. На основі якісної зміни трансмісійного механізму зрощення валютного та фінансового капіталу відбувається зближення та формування конгломеративної монетарної та валютної політики, нівелювання їх розбіжностей. Зараз фінансова сфера переважає реальну економіку, тобто те, що раніше монетарна політика вирішувала, зараз безсила.

Інтеграційні процеси передбачають отримання більшої вигоди для лідерів об'єднань, та, відповідно менше користі приносять аутсайдерам. Тож країна має бути добре підготовлена для вступу до ЄС, аби отримати максимальну вигоду від інтеграції, а це передбачає існування надійної системи макроекономічного регулювання всередині країни, що дозволить швидко та ефективно реагувати на зовнішні шоки. Для впровадження ефективної системи макроекономічного регулювання у контексті інтеграційних процесів України потрібно підвищити ефективність монетарного трансмісійного механізму, а саме – наслідувати приклад розвинутих ринкових економік та посилювати вплив процентного каналу у монетарному передавальному механізмі.

Список використаних джерел

1. Статистичні дані ЄБРР [Електронний ресурс] / Transition report Data. – Режим доступу <http://www.ebrd.org>.
2. Статистичні дані Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
3. Статистичні дані Міжнародного валютного фонду [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.statistics.org>.

4. Greene W. *Econometric Analysis* / William H. Greene. – N.Y.: Prentice Hall International, Inc, 2000. – P. 740–748.
5. Гриценко А. Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово–кредитної політики / Анатолій Гриценко, Тетяна Кричевська // Вісник НБУ. – 2005. – №11. – С. 8–17.
6. Тушницький Н.О. Про взаємодію монетарної та валютної політики в перехідній економіці України / Назар Орестович Тушницький // Формування ринкової економіки в Україні : зб. наук. праць Львів. ун-ту. – Львів : Інтереко, 2011. – Вип. 8. – С. 302 – 306.
7. Arvai Z. Capital Account Liberalization, Capital Flow Patterns, and Policy Responses in the EU's New Member States [Електронний ресурс] / Zsofia Arvai // IMF Working Paper. – 2010. – № 05/213. – 42 p. – Режим доступу: <http://www.imf.org>.
8. Coricelli F. Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the Empirical Evidence [Електронний ресурс] / F. Coricelli, B. Egert, R. MacDonald. – 2011. – Режим доступу: <http://www.iue.it/FinConsEU/ResearchActivities/CreditCons-Macro2005/Papers/Egert.pdf>.