

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ІВАНА ФРАНКА

На правах рукопису

ТИМКІВ СОФІЯ МИХАЙЛІВНА

УДК 336.748.4(477):339.98

**МОНЕТАРНІ ІНСТРУМЕНТИ
СТАБІЛІЗАЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ**

Спеціальність 08.00.01 – економічна теорія та історія економічної думки

Дисертація на здобуття наукового ступеня

кандидата економічних наук

Науковий керівник

Ватаманюк Остап Зіновійович

доктор економічних наук, професор

ЛЬВІВ – 2015

ЗМІСТ

ВСТУП	3
РОЗДІЛ 1. Теоретико-методологічні засади аналізу монетарних інструментів стабілізаційної політики	10
1.1. Суть, компоненти і завдання стабілізаційної політики.....	10
1.2. Еволюція поглядів в економічній науці на роль монетарних інструментів у стабілізації економіки	28
1.3. Передавальний механізм і альтернативні режими монетарної політики	54
Висновки до розділу 1.....	72
РОЗДІЛ 2. Макроекономічна оцінка ефективності використання монетарних інструментів в економіці України	74
2.1. Оцінка впливу монетарного інструментарію Національного банку України на кредитування реального сектору економіки	74
2.2. Роль монетарних інструментів у забезпеченні цінової стабільності в Україні.....	106
2.3. Ефективність взаємодії заходів монетарної, фіскальної та валютної політики в національній економіці	127
Висновки до розділу 2.....	151
РОЗДІЛ 3. Напрями підвищення дієвості монетарних інструментів для стабілізації економіки в Україні	154
3.1. Сучасний зарубіжний досвід застосування монетарних інструментів стабілізаційної політики і перспективи його використання в Україні	154
3.2. Інституційні чинники підвищення результативності монетарних інструментів у вітчизняній економіці.....	173
Висновки до розділу 3.....	190
ВИСНОВКИ	192
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	199
ДОДАТКИ	222

ВСТУП

Розвиток ринкової економіки характеризується хвилеподібною динамікою ділової активності, що ускладнює досягнення сталого економічного зростання і підтримання макроекономічної стабільності національної економіки. Різке загострення кризових явищ у більшості розвинених економік світу і спричинене цим посилення амплітуди економічних коливань у 2008–2009 роках підвищили увагу до формулювання ефективної системи заходів стабілізаційної політики. Перебіг подій упродовж декількох останніх років свідчить, що підходи до розв'язання проблем макроекономічної стабілізації зазнали глибоких змін і потребують серйозного теоретичного осмислення.

Складна соціально-економічна ситуація, яка склалася в Україні унаслідок світової фінансово-економічної кризи, підтверджує, що потенціал традиційних монетарних механізмів та інструментів не завжди є достатнім для того, щоб сформуванати адекватну відповідь на нові виклики. За таких умов центральні банки багатьох країн світу перебувають у пошуку нових монетарних методів регулювання та інструментів, які б максимально враховували специфіку тієї чи іншої країни. Оскільки монетарний інструментарій є одним із найважливіших важелів впливу держави на економічні процеси у ринковій економіці, це зумовлює особливу увагу до дій центрального банку, спрямованих на забезпечення стабільного функціонування національної економіки.

Фундаментальні теоретичні основи дослідження системи і механізмів монетарного регулювання економіки закладені у працях класиків економічної науки А. Гансена, Р. Гарода, Дж. Гікса, Дж. М. Кейнса, Р. Лукаса, М. Фрідмана та ін. Вагомий вклад у вивчення цієї проблематики сьогодні вносять відомі зарубіжні вчені Р. Баро, Б. Бернанке, О. Бланшар, М. Гудфренд, С. Денізер, М. Вудфорд, А. Зіденберг, П. Кехо, К. Кроу, Ф. Мишкін, С. Моїсеєв, Е. Мід, С. Самнер, В. Чарі та ін.

Динаміку процесів у монетарній економіці та різні аспекти використання монетарних інструментів стабілізаційної політики активно досліджують відомі вітчизняні вчені Г. Азаренкова, Н. Атамась, О. Береславська, О. Ватаманюк, Т. Вахненко, О. Вовчак, А. Гальчинський, В. Геєць, Н. Гребеник, А. Гриценко, О. Дзюблюк, В. Козюк, Т. Кричевська, С. Лобозинська, І. Лютий, В. Міщенко, С. Панчишин, О. Петрик, Р. Пустовійт, І. Радіонова, С. Реверчук, М. Савлук, В. Шевчук та ін.

Водночас багато питань, пов'язаних з дослідженням особливостей застосування засобів монетарної політики для стабілізації економіки у посткризовий період, є недостатньо вивченими. Відчувається потреба у комплексному підході до розгляду монетарної політики як складової стабілізаційної політики держави. Постає необхідність дослідження меж дієвості традиційних монетарних інструментів та пошуку нетрадиційних монетарних засобів, які відповідатимуть новим завданням. Актуальним залишається поглиблення розуміння взаємозв'язків монетарної, фіскальної та валютної політик і удосконалення інституційного забезпечення реалізації монетарної політики в Україні.

Важливість дослідження проблеми ефективного використання монетарного інструментарію стабілізаційної політики Національним банком України, її теоретична і практична значущість, а також недостатнє висвітлення цих питань в науковій літературі зумовили актуальність теми дисертації і логіку викладу її основних положень.

Дисертаційне дослідження є складовою наукових досліджень, що проводяться кафедрою економічної теорії Львівського національного університету імені Івана Франка в межах виконання науково-дослідної теми “Ринкові та інституційні механізми розвитку господарської системи України” (№ державної реєстрації 0114U000872).

Метою дисертаційного дослідження є комплексний макроекономічний аналіз використання монетарних інструментів стабілізаційної політики в Україні, зокрема під час кризи 2008–2009 років та у посткризовий період, і

теоретичне обґрунтування практичних заходів, спрямованих на підвищення їх ефективності.

Для досягнення цієї мети у дисертації поставлено такі завдання:

- простежити еволюцію поглядів представників різних економічних шкіл на роль монетарних інструментів у стабілізації національної економіки;
- з'ясувати особливості дії передавального механізму та альтернативних режимів монетарної політики;
- проаналізувати процес становлення монетарного інструментарію Національного банку України;
- дослідити роль монетарних інструментів НБУ у боротьбі з інфляційними процесами в Україні та їх взаємодію з іншими знаряддями стабілізаційної політики;
- проаналізувати вплив монетарних інструментів макроекономічного регулювання на реальний сектор економіки України;
- дослідити взаємозв'язок заходів монетарної, фіскальної та валютної політики у досягненні стабілізації національної економіки;
- з'ясувати роль інституційних чинників для ефективної реалізації монетарної політики Національного банку України;
- запропонувати практичні рекомендації щодо підвищення дієвості монетарного інструментарію для досягнення макроекономічної стабілізації вітчизняної економіки.

Об'єктом дисертаційного дослідження є монетарні інструменти стабілізаційної політики в умовах трансформаційної економіки України. Предметом дослідження є особливості, закономірності і тенденції використання монетарних інструментів Національним банком України для досягнення стабілізації вітчизняної економіки.

Теоретико-методологічною основою дисертаційної роботи є загальнонаукові та спеціальні методи наукового пізнання, застосування яких дало змогу досягти поставленої мети. Передусім – це системний підхід, згідно з яким усі явища вивчаються у взаємозалежності та розвитку.

Дослідження процесу монетарного розвитку вітчизняної економіки ґрунтувалось на єдності історичного й логічного підходів. Для пояснення особливостей використання Національним банком України монетарних інструментів використовувались методи наукової абстракції, аналізу і синтезу. Для з'ясування впливу процентної політики на реальний сектор економіки і встановлення зв'язків між процентними ставками та обсягами кредитів суб'єктам господарювання застосовано кореляційний аналіз. Для аналізу інституційного середовища діяльності Національного банку України використано метод порівняння. У роботі широко використано графічні методи.

Інформаційною базою дослідження слугували наукові публікації вітчизняних і зарубіжних учених, законодавчі та нормативно-правові акти Верховної Ради України, звітні дані Національного банку України, ресурси мережі Інтернет.

Наукова новизна роботи полягає у вирішенні актуального наукового завдання – комплексного макроекономічного дослідження використання монетарних інструментів стабілізаційної політики в Україні. Найвагомими теоретичними і практичними результатами, які характеризують наукову новизну роботи і особистий внесок автора, є такі:

вперше:

– на рівні дисертаційного дослідження за допомогою макроекономічних та математичних засобів здійснено аналіз дієвості монетарних інструментів стабілізаційної політики в Україні у період світової фінансово-економічної кризи 2008–2009 років та після неї; зокрема, виявлено, що традиційні інструменти монетарної політики у цей час були недостатньо ефективними як щодо стимулювання реального сектору, так і стосовно забезпечення цінової стабільності у вітчизняній економіці;

удосконалено:

– методичні підходи до визначення дієвості монетарних засобів Національного банку щодо динаміки реального сектору; зокрема, згідно з

результатами кореляційного аналізу, у різні часові періоди через процентну ставку за кредитами і зміну грошового агрегату М2 Національний банк мав певний позитивний вплив на обсяги кредитування реального сектору вітчизняної економіки;

– обґрунтування важливості інституційних чинників для ефективної реалізації монетарної складової стабілізаційної політики в Україні; зокрема, на основі аналізу чинного законодавства показано, що, принаймні за формальними ознаками, Національний банк сьогодні володіє високим рівнем незалежності, порівнянним з іншими країнами Центрально-Східної Європи;

– підходи до тлумачення ролі традиційних монетарних інструментів для контролю інфляційних процесів в Україні; зокрема, за допомогою кореляційного аналізу виявлено обмеженість впливу процентної політики Національного банку на динаміку споживчих цін та цін виробників у вітчизняній економіці;

набули подальшого розвитку:

– вивчення взаємодії заходів монетарної та валютно-курсової політики у вітчизняній економіці, що дало змогу з'ясувати ключову роль обмінного курсу у стабілізації вітчизняного грошово-кредитного ринку і оцінити перспективи переходу до інфляційного таргетування в Україні;

– дослідження світового досвіду монетарної політики, передовсім Федеральної резервної системи США, у період кризи та посткризового відновлення економіки; зокрема, проаналізовано ефективність нетрадиційних інструментів – масштабних програм викупу активів та засобів вербального монетарного стимулювання.

Теоретична значимість дисертаційної роботи полягає у поглибленні наукового аналізу застосування монетарного інструментарію Національним банком України для досягнення макроекономічної стабілізації вітчизняної економіки.

Основні теоретичні та прикладні положення, що викладені в дисертації, можуть бути використані в роботі Національного банку України при

формулюванні заходів монетарної складової стабілізаційної політики, аналізі макрофінансових ризиків вразливості вітчизняної економіки до глобальних та локальних економічних коливань.

Теоретичні висновки, концептуальні положення і практичні результати дисертації використовуються у навчальному процесі на економічному факультеті Львівського національного університету імені Івана Франка у процесі викладання дисциплін “Економічна історія та історія економічної думки”, “Макроекономіка”, “Макроекономіка-2”, “Макроекономічна політика” (довідка №788-Н від 26.02.2015 р.).

Наукові результати, висновки та практичні рекомендації, викладені у дисертації, одержані автором особисто. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, у роботі використано лише ті ідеї та пропозиції, що є результатом особистої праці здобувача.

Основні положення дисертації доповідались та отримали схвальні відгуки на наукових і науково-практичних конференціях, серед яких: міжнародна студентсько-аспірантська наукова конференція “Розвиток економіки України в умовах активізації євроінтеграційних процесів” (м. Львів, 27–28 квітня 2012 р.); II всеукраїнська науково-практична конференція студентів, аспірантів і молодих вчених “Фінансово-економічні проблеми сучасного світу: шляхи і перспективи їх вирішення на мікро-, макро- і мегарівнях” (м. Кременчук, 22 лютого 2013 р.); міжнародна науково-практична конференція “Шляхи стабілізації економічного стану в країнах СНД” (м. Одеса, 6–7 вересня 2013 р.); міжнародна науково-практична конференція “Забезпечення економічної безпеки країн за умов фінансової нестабільності” (м. Київ, 17–18 січня 2014 р.), XXI міжнародна наукова конференція студентів, аспірантів та молодих учених “Актуальні проблеми функціонування господарської системи України” (м. Львів, 16–17 травня 2014 р.), а також на щорічних звітних наукових конференціях викладачів та аспірантів економічного факультету Львівського національного університету імені Івана Франка упродовж 2012–2014 рр.

За результатами дослідження автором опубліковано 12 наукових праць, загальним обсягом 3,68 друк. арк., у тому числі 2 у співавторстві (особисто автору належить 3,1 друк. арк.), серед яких 7 наукових статей у фахових виданнях (3,07 друк. арк.) та 5 тез доповідей (0,61 друк. арк.).

Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел, додатків. Зміст дисертації викладено на 198 сторінках основного тексту, містить 12 таблиць і 16 рисунків. Список використаних джерел містить 220 найменувань і займає 23 сторінки. Робота має 2 додатки, що розміщені на 4 сторінках.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ АНАЛІЗУ МОНЕТАРНИХ ІНСТРУМЕНТІВ СТАБІЛІЗАЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ

1.1. Суть, компоненти і завдання стабілізаційної політики

Економічні процеси характеризуються високою динамічністю, а відтак жодна ринкова економіка не може безперервно знаходитися в стабільному стані. Протягом останніх двох століть особливо чітко спостерігається хвилеподібність ринкової економіки, тобто відбувається чергування її піднесення та спадів, що виявляється в економічних коливаннях – змінах обсягів національного виробництва, цін, процентних ставок і зайнятості.

Економічні коливання становлять суть ділового циклу, який характеризує рівень ділової активності впродовж кількох чи кільканадцяти років. Р. Дорнбуш тлумачить поняття економічного циклу як “досить регулярний цикл розширення (пожвавлення) і скорочення (спаду) економічної активності довкола тенденції довгострокового економічного зростання” [56, с.23]. Точне і лаконічне визначення ділового циклу як коливання обсягу виробництва, рівня доходів і зайнятості в національній економіці подає Г. Манків [91, с.562]. Подібне, проте, дещо ширше тлумачення зустрічається у П. Семюелсона, згідно з яким, “діловий цикл – це коливання обсягу національного виробництва, доходів і зайнятості, що звичайно тривають від 2 до 10 років і характеризуються розширенням або звуженням виробництва в багатьох галузях економіки” [160, с.322]. А. Савченко зазначає, що період, протягом якого економіка проходить шлях від одного спаду або піднесення до іншого спаду або піднесення на умовах збереження загальної тенденції до зростання, і називається економічним циклом (діловим циклом, циклом ділової активності, бізнес-циклом) [153, с.304].

Як бачимо, серед економістів немає різноголосся щодо визначення ділового циклу. У світовій і вітчизняній літературі під поняттям ділового, або економічного, циклу розуміють періодичні піднесення і спади рівня ділової активності.

Особливістю ділових циклів є те, що вони відбуваються нерегулярно і тривалість їх різна. За критерієм тривалості ділових циклів розрізняють три основні їх види: короткі (3–4 роки) цикли Дж. Кітчина; середні (7–11 років) цикли К. Жугляра; довгі (48–60 років) цикли (або довгі хвилі) М. Кондратьєва.

Американський вчений Дж. Кітчін відкрив короткострокові економічні цикли, пов'язуючи їх з коливаннями цін. Проте щодо їх існування ще у 1950-х роках висловлювалися сумніви. У середині XIX ст. французький вчений К. Жугляр відкрив середньострокові цикли і пов'язував їх з оновленням активної частини основного капіталу. Пізніше, посилаючись на К. Жугляра, К. Маркс у “Капіталі” детально описав середні цикли. У 1920-х роках російський вчений М. Кондратьєв на основі аналізу показників економічної активності Великої Британії, Німеччини, Франції та США за 140 років відкрив довгі цикли економічної кон'юнктури. Він пов'язував матеріальну основу довгих хвиль із періодичними оновленнями технологічного способу виробництва [146, с.95–98].

Дж. М. Кейнс вважав, що економічний цикл в основному пов'язаний з коливаннями граничної ефективності капіталу, а ще більше з коливаннями очікуваного доходу від нових засобів виробництва, ніж з коливаннями витрат на такі засоби. Передусім не зміни відсоткової ставки викликають економічний спад, а раптове зниження граничної ефективності капіталу. На думку Кейнса, як правило, економічний спад раптовіший за економічне піднесення, а тому це явище дістало назву “кризи” [17, с.605].

На межі XIX–XX ст. вагомий внесок у дослідження економічних циклів зробив і видатний український вчений М. Туган-Барановський. У відомій праці “Промислові кризи в сучасній Англії, їх причини і вплив на

народне життя” М. Туган-Барановський пояснював циклічність економічного розвитку інноваціями в галузях, що виробляють засоби виробництва [146, с.95–98]. Причину промислових криз він вбачав у властивих капіталістичному виробництву диспропорціях між рухом заощаджень та інвестицій у галузях, що виробляють засоби виробництва, та між досконалою організацією виробництва в межах окремого підприємства чи синдиката і неорганізованістю всього національного виробництва [12, с.360].

У теорії криз М. Туган-Барановського особливо важливим є аналіз симптомів їх виникнення і циклу відтворення. На підставі численних даних вчений дійшов висновку, що “умови попиту на залізо знаходяться в особливо тісному зв’язку з фазами капіталістичного циклу” (цит. за [65, с.519]). Характерною ознакою багатьох криз є посилення спекуляції нерухомістю і, зокрема, міськими землями. “Кризи зумовлюються тим, що у фазі піднесення споживання капіталу йде швидше, ніж його утворення і тому що меншим капіталом для підтримки своєї промисловості в фазі піднесення розпоряджається країна, тим швидше повинно закінчитися піднесення” [65, с.519]. Теорія економічних криз Туган-Барановського має вагомим наукове та прикладне значення і сьогодні.

Сучасні концепції, що намагаються пояснити причини виникнення ділових циклів, можна звести до двох підходів – теорій, що пов’язують цикли із зовнішніми (екстернальними) або з внутрішніми (інтернальними) чинниками. Прихильники першого підходу вбачають причини економічних коливань поза межами економічної системи (у війнах, революціях, виборах, наукових проривах, міграції робочої сили тощо). Прихильники другого підходу основні причини таких коливань шукають усередині самої економічної системи (у грошах, інвестиціях, цінах, сподіваннях тощо) [60, с.260–261].

Розгляньмо детальніше декілька основних концепцій, що пояснюють причини циклічності економічних процесів. Прихильники монетаристської теорії М. Фрідман та Р. Гоутрі пов’язують діловий цикл із збільшенням або із зменшенням грошової маси та кредиту. Фрідман пояснює циклічність

розвитку, відштовхуючись від рівняння обміну, відповідно до якого загальна ціна створеного в межах країни продукту повинна дорівнювати величині грошової маси, помноженій на швидкість обігу грошей. У такому разі, вартість грошей і ціни залишатимуться незмінними, і загрози інфляції не існуватиме. На думку Фрідмана, недостатня кількість грошей в обігу веде до кризи виробництва, а надлишкова – до інфляції. Він вважає, що попит на гроші об'єктивно стабільний і пов'язаний з динамікою основних економічних показників – національного доходу (валового національного продукту), реальних доходів на душу населення, зайнятості тощо. Також Фрідман стверджував, що важливу роль відіграє співвідношення кількості грошей, що знаходяться в сфері обігу, та грошей, які зберігаються на рахунках і потенційно є джерелом кредитування та у будь-який момент збільшення кількості грошей в обігу [65, с.644].

Інноваційні теорії пов'язують цикл з низкою важливих відкриттів і винаходів, таких, наприклад, як залізниця чи автомобіль. Серед прихильників цього підходу щодо пояснення причин економічних коливань – Й. Шумпетер та Е. Гансен. У праці “Економічні цикли” (1939 р.) Шумпетер спробував з'ясувати залежність між трьома типами циклів – короткими, середніми і довгими. Усі вони пов'язані із застосуванням нововведень. Шумпетер зазначав, що одне велике нововведення, яке забезпечує підприємцеві-новатору значний прибуток, спонукає до нових супутніх нововведень. Однак період процвітання поступово себе вичерпує. Помилки і прорахунки породжують серію банкрутств, прибутки падають. Настає депресія, яка триває до нових відкриттів [65, с.670–671]. Шумпетер виявився першим економістом, який ввів поняття “нововведення”, “інновації” і пов'язав їх з темпами економічного розвитку. Згідно його теорії, на рівні мікроекономіки нововведення забезпечують одержання прибутку і реалізуються завдяки стратегії активної участі в інноваційному процесі. На макроекономічному рівні поширення нововведень впливає на загальне економічне зростання і, таким чином, лежить в основі розуміння циклічних коливань [68, с.956].

Не менш відомою є модель мультиплікатора-акселератора. Початково Дж. М. Кейнсом була сформульована теорія мультиплікатора, яку пізніше доповнили “принципом акселерації”, запропонованим французьким економістом А. Афтalionом. Згодом ця ідея була більш детально розроблена Р. Гародом, Дж. Гіксом та П. Семюелсоном [113]. Модель мультиплікатора-акселератора передбачає, що зовнішні потрясіння передаються через мультиплікатор чи акселератор (інвестиційна теорія) і внутрішні сили породжують, таким чином, регулярні циклічні коливання в обсязі виробництва [160, с.326]. Хоча іноді з’являються спроби спростування та вдосконалення даної теорії, основна ідея залишається незмінною і підтверджується статистичними даними [113].

Політичні теорії ділових циклів приписують циклічні коливання діям політиків, які маніпулюють фіскальною і монетарною політикою, щоб бути переобраними. Прихильники такого підходу М. Калецкі та В. Нордгауз вважають, що політики можуть свідомо використовувати заходи фіскальної політики для збільшення підтримки виборців навіть у тому випадку, коли їхні фіскальні рішення дестабілізують економіку. Ближче до виборів за рахунок зниження податків і збільшення державних видатків обсяг виробництва та реальні доходи зростають, безробіття зменшується, а рівень цін залишається відносно стабільним. Проте після виборів така політика супроводжуватиметься щораз більшим зростанням рівня цін і щораз меншим збільшенням реальних доходів населення, що своєю чергою спонукатиме політиків до проведення стримувальної фіскальної політики задля приборкання інфляції [89, с.302].

Прихильники концепції реального ділового циклу Е. Прескот, Ч. Плосер та інші стверджують, що вагомі зміни у продуктивності праці поширюються по всій економіці і спричиняють циклічні коливання [160, с.326]. Наприкінці ХХ ст. ця теорія стала впливовою макроекономічною концепцією, що пояснює економічні коливання.

Відомо, що обсяг виробництва в національній економіці може змінюватися або внаслідок того, що він відхиляється від природного рівня, або внаслідок коливань самого природного рівня виробництва. Прихильники теорії реального ділового циклу стверджують, що відхилення фактичного обсягу виробництва від природного незначне, а тому економічні коливання є здебільшого результатом зміни самого природного рівня виробництва. Водночас більшість економістів вважає, що природний рівень виробництва поступово зростає, а короткострокові економічні коливання є відхиленнями обсягу національного виробництва від його природного рівня.

Теорія реального ділового циклу характеризується декількома основними постулатами [121, с.303–304]. По-перше, ціни абсолютно гнучкі як у короткостроковому, так і в довгостроковому періоді. По-друге, рівень цін не впливає на реальний обсяг національного виробництва ні в довгостроковому, ні в короткостроковому періодах, оскільки в обох періодах гроші є нейтральними. По-третє, зміни рівня зайнятості спричиняються поведінкою найманих працівників, які зменшують пропозицію праці при падінні реальної заробітної плати. Згідно з цією теорією коливання обсягу національного виробництва не пов'язані ні з жорсткими цінами, ні з монетарною політикою. Причиною циклічних коливань є збурення умов виробництва, часто небажаних та таких, що їх не можна уникнути. Коливання обсягів національного виробництва і доходу визначається змінами пропозиції праці, яка, своєю чергою, зумовлена зрушеннями реальної заробітної плати. Тобто люди свідомо обмежують пропозицію праці у несприятливих періодах і, навпаки, збільшують пропозицію праці у сприятливих періодах.

Проте ставлення економістів до теорії реального ділового циклу неоднозначне і щодо деяких питань точиться гостра полеміка. Зокрема, піддається сумніву твердження, що у короткостроковому періоді може змінюватися технологічна спроможність економіки. Опоненти цієї теорії вказують, що припущення про нейтральність грошей на практиці не

підтверджується, оскільки статистика свідчить, що спади у виробництві відбуваються зі зменшенням темпів приросту грошової маси, і навпаки. Твердження, що за умови підвищення рівня оплати праці збільшується зацікавленість до праці, і навпаки, за низького рівня заробітної плати найманий працівник може відмовитись від роботи, є не безумовним, адже це суперечить поведінці найманого працівника в умовах депресії, коли він навіть за умов значного зниження реальної заробітної плати готовий продовжувати працювати [12, с.386].

Майже кожен період довготривалого економічного зростання давав підстави для припущень, що настав час “нової економіки”, для якої не характерна циклічність ділової активності. Свого часу відмінний стан економіки США в середині та наприкінці 1990-х років – істотне реальне економічне зростання, зниження рівня безробіття, низький рівень інфляції – викликав певну ейфорію не лише у населення, але й серед економістів. Таке довготривале економічне зростання пояснювали з різних точок зору. Одні науковці вважали причиною цього технологічний прорив та комп’ютеризацію, інші стверджували, що це глобалізація створює умови для безперервного процвітання американської економіки, ще інші вважали, що Федеральна резервна система США у змозі передбачати інфляцію і завдяки своєчасному підвищенню процентних ставок запобігати їй. Однак жодне із запропонованих пояснень не виявилось достатньо переконливим [220, р.69–71]. Американський економіст К. Ромер вважає, що економічні цикли сьогодні такі ж масштабні як і століття тому назад, якщо вимірювати їх пропорційно до обсягів загальної економічної діяльності [208, р.20]. Однак, вона не заперечує, що важливі зміни все таки відбулись. Впровадження автоматичних стабілізаторів і зростання впливу центральних банків дозволили за допомогою заходів грошово-кредитної політики ефективно реагувати на багато видів потрясінь, спричинених могутніми економічними циклами [208, р.20–21].

Починаючи з XVIII ст., питання про роль держави у стабілізації національної економіки активно розглядалося та аналізувалося різними школами економічної думки. Одні пропагували невтручання держави в економічні процеси, інші схилилися до думки про обмежений вплив держави на економіку, ще інші наполягали на необхідності значного втручання держави в реалізацію економічної політики.

Прихильники доктрини меркантилізму, серед яких Т. Мен та А. Монкретьєн, відстоювали позицію активного втручання держави в економіку задля поповнення державної скарбниці та збагачення країни. Вони розглядали державу як єдину альтернативу анархії, наполягали на розширенні функцій держави щодо сфери виробництва, грошової сфери, аграрних відносин тощо [31, с.241]. Меркантилісти вважали основним економічним завданням утримання та нагромадження грошей в країні. Уряд запроваджував суворий контроль за зовнішньою торгівлею та сприяв ввезенню золота і срібних грошей. Прихильники цього напрямку економічної думки обстоювали втручання держави в господарське життя країни, оскільки без цього важко було забезпечити грошовий і торговий баланс [65, с.133].

Важливим етапом в еволюції поглядів щодо ролі держави стала праця А. Сміта “Дослідження про природу та причини багатства народів”, в якій автор наголошував на самодостатності ринкового механізму та здатності до саморегулювання, зводивши роль держави у системі “природного порядку”, що діє за принципом “*laissez faire*”, до забезпечення законності та порядку, гарантування прав приватної власності й виконання контрактів [31, с.242].

Представники класичної школи вважали, що ринкова економіка є саморегульованою економічною системою і стверджували, що властивий їй механізм саморегуляції автоматично веде до повного використання ресурсу праці [93, с.456]. “Невидима рука” припускає таке співвідношення між “економічною людиною” і суспільством, тобто “видимою рукою” державного регулювання, коли остання, не протидіючи об’єктивним законам

економіки, перестає обмежувати експорт й імпорт і виступати штучною перешкодою “звичайному ринковому порядку” [67].

Класики визнавали, що їхня теорія була лише економічною моделлю. Вони розуміли, що різні інституційні чинники, такі як короткострокові обмеження можливостей домашніх господарств отримувати та аналізувати інформацію, законодавчо встановлений рівень мінімальної оплати праці, довгострокові трудові договори та існування профспілок в деяких галузях, можуть перешкоджати еластичності заробітної плати, цін і процентних ставок, прийнятих як припущень під час побудови цієї моделі. Однак класики вважали, що існування таких чинників має незначний вплив на основу їх теорії, призначеної для моделювання економіки [93, с.457].

Згідно з підходом Дж. М. Кейнса вільний ринок позбавлений механізмів, які б могли забезпечити вихід економіки з кризи, що зумовлює необхідність активного втручання держави в економіку. Кейнс і його послідовники вважали, що ринкова економіка відчуває проблеми, пов'язані з недостатньою еластичністю цін і заробітної плати та недосконалістю інформації, що доступна фірмам та працівникам. Вирішення цих проблем потребує активного втручання держави для досягнення повної зайнятості. Кейнсіанська модель державного регулювання (гнучка монетарна політика, активна фіскальна політика та пряме створення державою робочих місць) дала змогу послабити циклічні коливання протягом більш ніж двох десятиріч [40, с.9].

Представники неокейнсіанства Р. Гарод, Е. Домар та інші, виступали за активну стабілізаційну політику з переважним використанням інструментів фіскального регулювання [40, с.10]. Вони вважали, що інформаційні недоліки і нееластичність цін, заробітної плати і процентних ставок є головними елементами для розуміння і прогнозування майбутнього розвитку економіки. Неокейнсіанці розробили теорію, в якій нееластичність цін, заробітної плати і процентних ставок є наслідком раціональних рішень, прийнятих індивідами, які переслідують власні інтереси [93, с.458].

Розвиток подій у першій третині ХХ століття (Перша світова війна, жовтневий переворот в Росії, Велика депресія 1929–1933 рр.) призводив до значної концентрації державної влади, все більшої відмови від конкурентного механізму регулювання національної економіки. Як відповідь на кризу ліберальних традицій відбувається становлення неоліберального напрямку економічної думки. Його представники – Л. Мізес, Ф. Гаєк та інші – визнавали неспроможність ринку до повного саморегулювання і вважали за доцільне обмежене державне втручання в економіку для забезпечення вільної конкуренції та певної корекції ринкового механізму, вважаючи надмірне втручання з боку держави небезпечним [31, с.245].

Неокласична теорія основну роль в реалізації економічного розвитку країни надавала ринковим силам, а державі – можливість лише непрямого впливу на економіку. Неокласики поділяли точку зору, яка панувала в післявоєнній економічній теорії про те, що інформаційні обмеження іноді перешкоджають процесу саморегуляції економіки [93, с.458]. Неокласичний синтез поєднав кейнсіанський інструментарій (фіскальна та монетарна політика) державного регулювання із широким використанням ринкових інструментів (конкуренції, динаміки цін тощо) [31, с.245].

Попри різноманітність теорій виникнення економічних коливань і відсутність одностайності серед економістів щодо розуміння ролі держави у їх усуненні, чільне місце в економічній політиці держави посідає стабілізаційна політика. У науковій економічній літературі відсутні суперечності щодо визначення поняття “стабілізаційної політики”. Наприклад, Г. Манків розуміє під ним “державну політику, спрямовану на зменшення глибини короткострокових економічних коливань” [91, с.277]. Р. Габбард дає дещо ширше визначення, згідно з яким стабілізаційна політика – це державна політика для пом’якшення короткострокових коливань обсягу виробництва шляхом змін урядових видатків чи податків або номінальної пропозиції грошей [33, с.844]. Схоже тлумачення подає і Р. Дорнбуш, стверджуючи, що стабілізаційна політика – це заходи

монетарної та фіскальної політики, спрямовані на згладжування коливань в економіці, в тому числі коливань темпів зростання, інфляції та безробіття [56]. Отже, стабілізаційна політика являє собою сукупність урядових заходів, спрямованих на пом'якшення економічних коливань у короткостроковому періоді з метою підтримання повної зайнятості та оптимальної інфляції [153, с.279].

Залежно від того, які саме заходи здійснює держава для стабілізації національної економіки, розрізняють дві взаємодоповнювальні компоненти стабілізаційної політики – фіскальну (бюджетно-податкову) та монетарну (грошово-кредитну) політику.

Фіскальна (бюджетно-податкова) політика – це цілеспрямоване регулювання державних видатків та податкових надходжень для забезпечення повної зайнятості, стабільності цін та економічного зростання. Для стимулювання видатків та збільшення реального обсягу виробництва уряд вдається до стимулювальної фіскальної політики (крива сукупного попиту переміщується вправо). Ця політика передбачає збільшення урядових видатків, зниження податків або певне поєднання двох попередніх заходів. Для подолання інфляції попиту уряд використовує стримувальну фіскальну політику (крива сукупного попиту переміщується вліво). Вона передбачає зменшення державних видатків, підвищення податків або певне поєднання цих двох заходів [89, с.296].

Розрізняють дискреційну та недискреційну фіскальну політику. Дискреційна фіскальна політика – це сукупність заходів, що передбачає цілеспрямовані зміни в рівні державних видатків і податків для впливу на реальний обсяг виробництва і зайнятість, контролю за інфляцією та сприяння економічному зростанню. У національній економіці є кілька механізмів, які автоматично, без будь-яких дискреційних дій з боку уряду, збільшують бюджетний дефіцит під час спаду та індукують надлишок у роки інфляції і тим самим стабілізують економічні процеси. Ці механізми називають вмонтованими, або автоматичними, стабілізаторами, чи недискреційною

фіскальною політикою. Однак автоматичні стабілізатори лише скорочують амплітуду економічних коливань, тому уряду необхідно застосовувати і заходи дискреційної фіскальної політики [121, с.407–413].

Другою складовою стабілізаційної політики держави є монетарна політика. Її основне завдання полягає в досягненні обсягу національного виробництва, що характеризується повною зайнятістю та відсутністю інфляції. Ця політика передбачає збільшення пропозиції грошей під час економічного спаду для стимулювання витрат і її обмеження у період інфляції для зменшення витрат [89, с.364]. Залежно від характеру впливу на обсяг національного виробництва, рівні інфляції та безробіття розрізняють стимулювальну і стримувальну монетарну політику. Стримувальна монетарна політика (політика “дорогих грошей”) спрямована на обмеження зростання цін в національній економіці (крива пропозиції грошей вертикальна або дуже крута). Політику, що спрямована на підвищення рівня зайнятості, і, відповідно, на прискорення економічного зростання, називають стимулювальною монетарною політикою (крива пропозиції грошей є положистою, або висхідною). Більшість економістів вважає монетарну політику потужним стабілізатором і основною її перевагою над фіскальною політикою є її гнучкість [121, с.388].

Серед економістів немає одностайної позиції щодо того, якою має бути реакція держави на короткострокові коливання економіки. Найпершим спірним питанням є те, активною чи пасивною повинна бути економічна політика. Більшість економістів вважають необхідність активної економічної політики держави очевидною, спираючись на модель сукупного попиту і сукупної пропозиції, що показує, як за допомогою фіскальних і монетарних заходів можна уникнути економічних спадів, реагуючи на відповідні збурення. Інші економісти є противниками участі держави в стабілізації економіки [91, с.405].

Насамперед, варто відзначити, що стабілізаційні заходи впливають на економіку не миттєво, а з певною затримкою в часі, тобто з лагом.

Розрізняють два види лагів стабілізаційної політики – внутрішні і зовнішні. Внутрішній лаг – це проміжок часу від моменту виникнення збурення в економіці до моменту прийняття відповідних стабілізаційних заходів. Виникнення цього лагу зумовлене тим, що уряду потрібен певний час, аби усвідомити, що відбулося збурення, і відповідно зреагувати на нього [153, с.281–282]. Внутрішній лаг містить усвідомлювальний період та адміністративний. Усвідомлювальний період – це проміжок часу між початком збурення в національній економіці (спад чи зростання темпів інфляції) і тим моментом, коли державні мужі усвідомлюють, що це справді відбулося. Адміністративний період – проміжок часу від моменту усвідомлення потреби здійснення стабілізаційних заходів до моменту, коли будуть вжиті відповідні фінансово-монетарні заходи [5, с.670]. Зовнішній лаг – проміжок часу від моменту ухвалення заходів економічної політики до моменту, коли вони почнуть діяти.

Фінансова політика характеризується тривалішим внутрішнім лагом, ніж монетарна політика, оскільки прийняття рішення про коригування фінансової політики є адміністративною процедурою, що вимагає досить багато часу для її здійснення. Своєю чергою заходи монетарної політики можуть схвалюватися центральним банком негайно. Проте, монетарній політиці притаманні триваліші зовнішні лаги порівняно з фінансовою, оскільки в її основі лежить складніший причинно-наслідковий зв'язок між політичними рішеннями щодо зміни грошової пропозиції і змінами в економіці [153, с.281–282].

Оскільки фінансові і монетарні заходи впливають на економіку лише після певного періоду часу, то необхідною умовою проведення успішної стабілізаційної політики є можливість передбачити майбутні економічні умови. Якщо не можна передбачити стан національної економіки на наступних півроку або рік, то неможливо у даний момент прийняти правильне рішення стосовно економічної політики, що збільшує чи зменшує

сукупний попит. На жаль, за сучасного рівня знань про економіку часто неможливо прогнозувати процеси, що відбуваються в ній [91, с.408].

Один із способів прогнозування ділової активності пов'язаний з використанням випереджувальних показників, зміна яких часто передують змінам в економіці. Інший спосіб ґрунтується на макроекономічному моделюванні. Моделі для прогнозування розвитку економіки будують не лише державні інституції, а й приватні фірми. Ці складні комп'ютерні моделі складаються з великої кількості рівнянь, кожне з яких описує певну сферу розвитку економіки. При цьому вони передбачають можливі зміни в екзогенних змінних, таких як монетарна і фіскальна політика, рівень цін на нафту тощо. На підставі цих даних прогнозують ймовірні значення рівнів безробіття й інфляції та інших ендогенних змінних. Проте, цінність таких прогнозів повністю залежить від якості моделі і правильності припущень про динаміку екзогенних змінних [91, с.408].

Ще один аргумент проти проведення активної економічної політики висунули прихильники теорії раціональних очікувань. Вони наголошують, що очікування відіграють важливу роль у національній економіці, оскільки впливають на поведінку всіх учасників ринкового процесу. Згідно з цією теорією, поведінка економічних суб'єктів є раціональною, тобто вони збирають і осмислюють інформацію для формування сподівань стосовно речей, які становлять для них грошовий інтерес.

Очікування впливають на те, яку частку використовуваного доходу домогосподарства споживатимуть і яку заощаджуватимуть для майбутнього, який обсяг грошових ресурсів інвестори вкладатимуть у придбання капітальних благ тощо. Теорія раціональних очікувань базується на ще одному постулаті: товарні й ресурсні ринки є конкурентними, отже, всі ціни є гнучкими як у напрямі зниження, так і в напрямі підвищення. Це означає, що коли під впливом певної інформації споживачі, фірми і постачальники ресурсів змінюють свою економічну поведінку, то ціни дуже швидко змінюються. Самі сподівання залежать від багатьох чинників, зокрема і від

політики уряду. Для того, щоб оцінити наслідки певного заходу для національної економіки, державним мужам потрібно враховувати, який вплив він матиме на очікування фірм і домогосподарств [5, с.671–672].

Один із засновників теорії раціональних очікувань Р. Лукас вважав, що відомі макроекономічні моделі не можуть бути використані для оцінки впливів зміни політики, тому що те, яким чином учасники ринкового процесу (фірми і споживачі) реагують на зміни в доході і цінах, залежить від типу проведеної політики. Лукас стверджував, що проблеми такого роду спотворюються в макроекономічних моделях. Він вважав, що традиційні методи оцінки заходів економічної політики, які ґрунтуються на типових економічних моделях, недостатньо враховують вплив політики на очікування економічних суб'єктів. Критика Лукаса не виключає, таким чином, використання економетричних моделей. Він швидше наголошував на необхідності уважнішого ставлення при моделюванні реакції споживачів і фірм на зміни доходу і цін, і особливо на зміни в політиці [56, с.448].

Ще одне питання, яке викликає дискусії серед економістів, стосується того, чи при проведенні стабілізаційної політики варто дотримуватися заздалегідь визначених правил, чи більш ефективною є політика, що ґрунтується на свободі дій. Прихильники першого підходу вважають, що ринкова економіка відносно стабільна, активна економічна політика радше дестабілізує, ніж стабілізує економіку. Крім цього, постійні правила економічної політики посилюють відповідні очікування. Інші економісти вважають, що дискреційна політика в розумних межах успішніша за постійні правила [160, с.430].

Проблема вибору між правилами та свободою дій виникає внаслідок непослідовної політики. В окремих випадках державні діячі можуть спеціально заздалегідь оголошувати про намічені ними економічні заходи, щоб вплинути на формування очікувань у приватному секторі. Проте після того, як домогосподарства та фірми прийняли рішення і діють на підставі своїх сподівань, в урядовців може виникнути спокуса відмовитися від своїх

обіцянок. Тому учасники ринкового процесу, усвідомлюючи, що політики можуть бути непослідовними, перестають довіряти їхнім заявам. За таких умов, для відновлення довіри економічних суб'єктів до своїх дій, політики повинні оголосити про дотримання заздалегідь встановлених правил у проведенні стабілізаційної політики [91, с.416].

Для проведення монетарної політики пропонувалися різні правила [5, с.675–676]. Перше грошове правило зводиться до того, що оптимальна монетарна політика ґрунтується на зростанні пропозиції грошей ustalеним темпом, який не залежить від економічних умов. Згідно з монетаристським підходом, усі прояви макроекономічної нестабільності спричинені коливаннями пропозиції грошей. Прихильники грошового правила вважають, що підтримання ustalених низьких темпів зростання пропозиції грошей стабілізує ціни і рівень зайнятості, а фактичний обсяг національного виробництва збігається з природним. Однак постійний темп зростання пропозиції грошей стабілізує сукупний попит лише за постійної швидкості їх обігу; натомість швидкість обігу грошей у національній економіці змінюється в результаті тих чи інших збурень. Тому, на думку більшості економістів, в умовах збурень в економіці монетарна політика має передбачати зміни темпів зростання грошової маси.

Суть наступного правила, яке пропонують економісти для проведення монетарної політики, полягає в тому, що вона має підтримувати певні темпи зростання номінального ВВП. Проведення монетарної політики відповідно до цього правила зводиться до того, що центральний банк країни заздалегідь оголошує про заплановані значення темпів зростання номінального ВВП. Якщо фактичні темпи зростання номінального ВВП нижчі від запланованих, то центральний банк проводить стимулювальну політику – підвищує темпи зростання грошової маси. І навпаки, коли фактичні темпи зростання ВВП перевищують заплановані, то банк знижує темпи зростання грошової маси, що стримує збільшення сукупного попиту. Це, безперечно, варіант активної монетарної політики, яка проводиться відповідно до заздалегідь

установленого правила. Беручи до уваги те, що така монетарна політика забезпечить вищу стабільність обсягу виробництва й рівня цін, бо вона пристосовується до змін швидкості обігу грошей, більшість економістів віддають перевагу саме цьому правилу порівняно з грошовим.

Ще одне правило, яке пропонують економісти для успішного проведення монетарної політики, зводиться до контролю за рівнем цін, тобто центральний банк оголошує планові показники зміни рівня цін. Згідно цього правила, коли фактичні темпи інфляції перевищують заплановані, центральний банк знижує темп зростання грошової маси. І навпаки, банк підвищує темпи зростання грошової маси, коли фактичні темпи інфляції нижчі від запланованих. Орієнтація центрального банку на темпи зростання номінального ВВП чи рівня цін захищає національну економіку від збурень, пов'язаних зі зміною швидкості обігу грошей [5, с.675–676].

Полеміка щодо правил стосується не лише монетарної політики, економісти та державні мужі пропонують правила і для проведення фіскальної політики. Одним з них є правило щорічно збалансованого бюджету. Відповідно до нього державні видатки не повинні перевищувати податкових надходжень. Статтю про збалансування бюджету внесено у конституції багатьох американських штатів, тому уряди штатів дотримуються цієї вимоги при проведенні фіскальної політики.

Більшість економістів виступають проти узаконення цього правила, вважаючи, що інколи доцільно підтримувати дефіцит або надлишок бюджету і аргументують це наступним чином. По-перше, наявність дефіциту або надлишку бюджету може допомагати стабілізувати економіку. Вимога обов'язково збалансованого бюджету зводила б нанівець дію автоматичних стабілізаторів, як-от податки і трансфери. Наприклад, у фазі спаду податки автоматично зменшуються, а трансферні платежі автоматично зростають, в такий спосіб коштом бюджетного дефіциту досягається стабілізація економіки. У свою чергу суворе дотримання правила щорічно

збалансованого бюджету передбачає підвищення податків і зниження державних видатків у фазі спаду, що в результаті зменшує сукупний попит.

По-друге, наявність надлишку або дефіциту можна використати для мінімізації негативного впливу податків на економічні стимули. Високі ставки податків підривають економічну активність, внаслідок чого суспільство несе відчутні втрати. Чим вищі податкові ставки, тим більші втрати від податків. Підтримання податкових ставок загалом на стабільному рівні, а не підвищення або зниження їх у різні роки, дає змогу звести ці втрати до мінімуму. Економісти називають таку політику згладжуванням податків. Політика згладжування податкових ставок передбачає наявність дефіциту у періоди небувало надто низьких доходів (спади) та небувало надто високих видатків (війни).

Внаслідок цих обставин більшість економістів відкидає правило строго збалансованого бюджету. При формуванні фіскальної політики необхідно принаймні брати до уваги особливості таких економічних ситуацій як спади і війни [91, с.421–422].

Деякі економісти пропонують для проведення фіскальної політики правило циклічно збалансованого бюджету. Суть цього правила полягає в тому, що бюджет не обов'язково має бути збалансований щорічно; достатньо, щоб він був збалансований за весь діловий цикл. Тобто бюджетний дефіцит, що виникає у період спаду ділової активності, мав би компенсуватись за рахунок бюджетних надлишків у період піднесення. Однак проблема полягає в тому, що глибина спаду і піднесення, а також розміри надлишку чи дефіцити бюджету не збігаються.

У зв'язку з цим більшість економістів відмовляються від дотримання правил щорічно збалансованого і циклічно збалансованого бюджету та схиляються до концепції функціональних фінансів. Ця концепція робить акцент не на збалансуванні бюджету, а на основній меті фіскальної політики – досягненні рівноваги національної економіки. Згідно з цим підходом державний бюджет є інструментом для стабілізації національної економіки, а

те, як фінансувати державні видатки (через підвищення податків чи через державну позику), залежить від конкретних економічних умов [5, с.677].

Однією з фундаментальних проблем економічної науки є питання про роль держави у регулюванні економічних процесів. Ринкова економіка супроводжується спадами і піднесеннями ділової активності, що вимагає стабілізаційних заходів з боку уряду. Тому важливим завданням є з'ясування причин економічних коливань та розроблення ефективної стабілізаційної політики, яка б запобігала переростанню короткострокових коливань ділової активності у повноцінну кризу.

1.2. Еволюція поглядів в економічній науці на роль монетарних інструментів у стабілізації економіки

Роль монетарної політики держави та вплив її інструментів на економіку досліджувались багатьма науковцями на різних етапах розвитку економічної думки. З перебігом часу змінювалось ставлення до ролі держави у стабілізаційних процесах. На певних етапах економічного розвитку пріоритетними були то бюджетні заходи уряду, то монетарні інструменти центрального банку. Розгляньмо еволюцію ставлення до цього питання у поглядах представників меркантилізму, класичної економічної теорії, кейнсіанства, монетаризму та інших шкіл наукової економічної думки.

Коли гроші стали основним показником багатства, на противагу середньовічним намаганням обмежити грошове господарство, у світовій економічній думці набуло поширення твердження про вирішальну роль грошей для суспільного добробуту. Значущість грошей набрала нової політичної вагомості. За словами Ж. Бодена, “гроші – це нерв держави” [148, с.80]. Меркантилісти намагалися знайти спосіб зміцнити державну владу за допомогою економічних засобів та заходів. Центральне місце у їхніх дослідженнях відводилось грошам. Ранні меркантилісти вважали, що грошей

ніколи забагато не буває, хоча самі гроші не сприймали як багатство, радше як економічний інструмент для торгівлі та виробництва [148, с.91]. Представник пізнього меркантилізму Дж. Ло також вважав, що основним фактором процвітання держави є гроші, проте на відміну від класичних меркантилістів стверджував, що вони мають бути не металевими, а кредитними і створюватись банками для потреб народного господарства [68, с.135].

Представники класичної школи відстоювали позицію ринкового саморегулювання. Вони фактично не розглядали можливість ефективної реалізації політики держави за допомогою монетарних інструментів.

На думку А. Сміта, грошовий ринок саморегульований: кількість паперових грошей, що знаходяться в обігу за будь-яких умов не може перевищувати вартість золотих чи срібних монет, що вони заміщують. Випуск в обіг зайвих банкнот супроводжується додатковими витратами для банків, пов'язаних з їх обміном на золоті чи срібні монети [163, с.230–231]. Вчений розглядає гроші як технічне знаряддя для обміну та торгівлі. А. Сміт акцентував увагу також на тому, що збільшення кількості грошей в економіці неминуче породжує зростання цін, що, своєю чергою, призводить до скорочення експорту та зростання імпорту [68, с.195].

Погляди інших вчених-класиків, таких як Ж. Б. Сей, Д. Рікардо, Дж. С. Мілль дещо відрізнялись від поглядів А. Сміта на природу грошей, проте також припускали їх нейтральність.

Ж. Б. Сей вбачав головний інтерес усіх виробників у обміні одних товарів на інші, тому відводив грошам роль пасивного знаряддя обміну, тимчасового посередника в товарообмінних операціях, наголошуючи на тому, що вони “ніякого іншого застосування мати не можуть” [158, с.42]. Вчений дійшов висновку, що гроші виконують лише тимчасову роль у процесі обміну і як тільки відбулися угоди, “завжди виявляється, що за продукти заплачено лише продуктами” [158, с.44]. Сей доводив, що гнучке і вільне ціноутворення за умов “природного порядку”, взаємовигідний (за

пасивної ролі грошей) обмін та невтручання в ринковий механізм гарантують саморегулювання економіки [68, с.242].

Д. Рікардо, як і А. Сміт, також відстоював принцип економічної свободи, вільної конкуренції та був противником втручання в економічні процеси з боку держави. Він вважав ринковий устрій природним і гармонійним, та таким, що не потребує зовнішнього втручання, оскільки базується на ідеально злагодженому механізмі саморегулювання [68, с.211]. Найважливішою умовою зростання економіки, на думку Рікардо, є сталий грошовий обіг, а така стійкість можлива лише на базі золотого стандарту – грошової системи, заснованої на золоті. Він вважав також, що золото в обігу може бути значною мірою або навіть повністю замінено паперовими грошима, розмінними за твердим паритетом на золото, що дає країні велику економію [6, с.235].

За всіх своїх недоліків ця теорія грошей все ж відіграла важливу роль у розвитку економічної науки. Вона висунула багато питань, про які раніше було вкрай нечітко уявлення і значення яких росло надалі: про швидкість обігу грошей; про “попит на гроші”, тобто про фактори, що визначають потреби господарства в грошах; про роль розміну паперових грошей на золото; про механізм міжнародного руху золота та вплив рівня товарних цін на торговельні і платіжні баланси [6, с.237]. Фактично Д. Рікардо, як і його попередники, відводив грошам роль лише технічного засобу, що полегшує розподіл благ. Він вважав, що ні гроші, ні кредит не мають самостійного впливу на економіку і на розподіл благ у тому числі [148, с.201].

Стосовно ролі монетарних інструментів та необхідності монетарного регулювання в межах класичної школи мала місце полеміка між “валютною школою” та “банківською школою”. Жодна з цих шкіл не визнавала, що управління грошовою масою має бути дискреційним. Представники “валютної школи” (С. Оверстоун, Г. Норман, Р. Торенс) вважали необхідним контроль над грошовою емісією, відсутність якого призводить до виникнення інфляції. На противагу таким твердженням “банківська школа” на чолі з

Т. Туком, Д. Фулартоном, Дж. Ст. Міллем відкидала необхідність контролю за грошовою емісією і наголошувала на саморегульованості грошового обігу [17, с.195–196].

На погляд Дж. Ст. Мілля, ціни товарів в економіці регулюються насамперед кількістю грошей, які у певний момент знаходяться в обігу. Він вважав, що за інших незмінних умов вартість грошей “змінюється обернено пропорційно кількості грошей: будь-яке збільшення кількості грошей зменшує їх вартість, а будь-яке зменшення збільшує її в однаковій пропорції” [94, с.240–241]. Мілля одним із перших наголосив на необхідності захисту центральним банком своїх резервів під час відпливу грошей за кордон. Мілля вважав підвищення рівня облікової ставки важливим засобом зростання норми позичкового процента та залучення іноземного капіталу у країну, в результаті чого відбувається вирівнювання національного валютного курсу [68, с.266]. Дотримуючись принципу економічного лібералізму, Мілля допускав в окремих випадках втручання держави в економічні процеси, проте не надмірне та обґрунтоване.

Загальний висновок класичної теорії – “пропозиція товарів породжує попит” – фактично, не залишав місця для державного втручання в економічні процеси. Оскільки ринкова економіка приходиться в стан рівноваги при обсязі виробництва в умовах повної зайнятості, то за допомогою монетарних інструментів не можна впливати на обсяг виробництва [93, с.456]. Тому має місце нейтральність грошей. Це означає, що гроші не мають впливу на економічну активність. Зміна грошової маси вплине на обсяг очікуваних угод домогосподарств, але не чинитиме впливу на обсяг виробництва при повній зайнятості. Отже, як стверджує класична теорія, збільшення грошової маси веде до пропорційного зростання рівня цін. Внаслідок зменшення грошової маси, на думку класиків, відбувається пропорційне зниження рівня цін [93, с.457].

Світова економічна криза 1929–1933 рр. з усіма негативними її наслідками (тривала рецесія та масштабне безробіття) зумовила необхідність

переосмислення постулатів класичної школи. Дж. М. Кейнс та його послідовники, доводячи неможливість ринкового саморегулювання, змусили переглянути роль держави, в тому числі монетарних інструментів її стабілізаційної політики.

Кейнс заперечував дію автоматичного механізму саморегулювання як на ринку товарів, так і на ринку робочої сили та капіталу. Передусім, він піддав сумніву існування в умовах монополістичного капіталізму вільного руху цін у напрямку зниження, спираючись на досвід, який свідчив, що ціни залишаються незмінними навіть у випадку зниження зарплати та спаду виробництва. Також він показав неможливість постійного зниження норми процента з метою стимулювання інвестицій, з огляду на існування певної межі, нижче якої економічні суб'єкти віддадуть перевагу не передаванню своїх заощаджень у позику, а зберігатимуть їх у вигляді ліквідних засобів з метою страхування на випадок непередбачених ускладнень. Окрім цього, Кейнс поставив питання про неможливість зниження заробітної плати у зв'язку з наявністю сильних профспілок, що захищають економічні інтереси робітничого класу. У такий спосіб Кейнс намагався показати, що механізм автоматичного зрівнювання попиту та пропозиції є утопією [86].

Кейнс не заперечував впливу меркантилістів на його концепцію державного регулювання економічних процесів. Серед спільних рис – намагання збільшення грошової маси в економіці, схвалення зростання цін як способу стимулювання розширення торгівлі та виробництва, визнання того факту, що дефіцит грошей зумовлює безробіття, а також надання економічній політиці державного характеру [65, с.578].

У своїй праці “Загальна теорія зайнятості, процента та грошей” Кейнс відкинув класичну кількісну теорію попиту на гроші, і надав перевагу власним теоретичним постулатам, в яких головну роль відіграє поняття норми процента. Він вважав, що наявність великої кількості грошей в обігу впливає на зниження процентної ставки, а це, своєю чергою, стимулює зменшення “обережності ліквідності” та зростання інвестицій. Кейнс

розглядав високий процент як перешкоду для перетворення грошових ресурсів на інвестиції і дотримувався думки про необхідність максимального зниження рівня процента як засобу заохочення використання нагромаджень на виробничі цілі [86].

Основу моделі Кейнса складає можливість за допомогою заходів уряду впливати на поведінку економічних суб'єктів у бажаному напрямку; зокрема, в умовах спаду – стимулювати попит, сприяти на основі цього досягненню макрорівноваги при більшому обсязі національного виробництва, повній зайнятості, загальній макроекономічній стабільності. Порівняно з поглядами представників класичної школи Дж. М. Кейнс більш реалістично підходив до оцінки особливостей та протиріч ринкової економіки. Він бачив суперечність між виробництвом і споживанням, вважав циклічне безробіття складною макроекономічною проблемою. Це зумовило необхідність поставити питання про розробку нової економічної політики, що передбачала б відмову від невтручання держави в економіку і зосередження уваги на визначенні форм і засобів урядового впливу на сукупний попит [68, с.872].

Найдієвішим інструментом державного регулювання економіки Кейнс вважав бюджетну політику, зокрема прямі державні видатки для стимулювання ефективного попиту, а також вилучення державою заощаджень за допомогою системи податків та позик. Особливого значення у стимулюванні приватних інвестицій він надавав прямим державним бюджетним видаткам [77]. Окрім бюджетних заходів значна роль в механізмі реалізації державного регулювання економіки вченим відводилась і монетарним інструментам, за допомогою яких уряд також може впливати на регулювання ставки процента, на схильність до споживання, очікування економічних суб'єктів, стимулювання приватних інвестицій і таким чином на загальний стан економіки [68, с.874]. Як зазначає М. Блауг, Кейнс доводив, що монетарна політика відносно малоефективна для стимулювання ділової активності. “Але поки вона діє, то впливає швидше через непрямий механізм відсоткової ставки, ніж через пряме витрачання грошей на товари. Проте,

внаслідок високої еластичності заміщення між готівковими грошима та облігаціями, а також низької еластичності інвестицій за відсотком, від цього непрямого механізму не можна очікувати суттєвих ефектів” [17, с.572].

Теоретичні ідеї Дж. М. Кейнса отримали свій логічний розвиток у працях неокейнсіанців, які запропонували розгорнуту систему практичних заходів державного впливу на економічні процеси. Зокрема, практична програма Р. Гарода передбачала дві основні складові: політику тривалого стимулювання темпів економічного розвитку та стабілізаційні заходи [192].

Е. Гансен запропонував свою антициклічну програму, що складалася з трьох груп заходів:

- вмонтовані стабілізатори (прогресивна система оподаткування, система страхування від безробіття, заходи з підтримки цін на продукцію фермерів);
- автоматичні компенсатори (під час спаду – зниження норми процента, купівля державних цінних паперів, збільшення розмірів наданих урядом позик, загальне зниження податкових ставок);
- керовані компенсатори (активне ситуативне маніпулювання бюджетними видатками залежно від фази циклу: збільшення в умовах спаду, скорочення в умовах економічного піднесення) [190].

Значний внесок в розвиток теорії монетарного регулювання циклу зробив засновник шведської (стокгольмської) школи економічної думки К. Віксель. Він виділяв три критерії грошової рівноваги, що становлять необхідні передумови “нейтральності грошей”, коли грошова система управляється таким чином, що на всій траєкторії економічного зростання забезпечується стабільний рівень цін. На його думку, позичкова процентна ставка перебуває у рівновазі, якщо вона дорівнює ставці, яка, по-перше, більшою або меншою мірою відповідає очікуваному доходу з новоствореного капіталу, по-друге, за якої попит на позичковий капітал узгоджується з пропозицією заощаджень, і, по-третє, за якої загальний рівень товарних цін не схильний знижуватися або підвищуватися [17, с.566]. Віксель та його послідовники вважали, що дискреційна монетарна політика

здатна стабілізувати ціни, тобто що “тонке настроювання” може підтримувати зростання обсягу виробництва з постійним темпом [17, с.570].

Інший представник шведської школи П. Девідсон вважав, що для утримання стабільного рівня цін необхідно, щоб пропозиція грошей збільшувалась відповідно до зростання продуктивності. Отже, облікова ставка повинна знижуватись настільки, щоб викликати чистий приплив грошей в обіг через банківські позики або операції на відкритому ринку. Однак, в такому випадку, облікова ставка, що стабілізує ціни, буде меншою від ставки, за якої попит на інвестиційні фонди дорівнює пропозиції заощаджень. Іншими словами, для збереження грошової рівноваги банки завжди мають пристосовувати своє кредитування лише до попиту на пасивні грошові залишки, але у такому разі ціни знижуватимуться з кожним підвищенням продуктивності і тим самим порушуватимуть рівновагу [17, с.569].

Кейнсіансько-неокласичний синтез відкривав можливості для надання більшої цілісності макроекономічній теорії. Монетарна політика розглядалась тут як слабкий і неефективний інструмент регулювання ринкової економіки, зважаючи на дуже еластичну за процентом функцію грошового попиту і слабо еластичну за процентом інвестиційну функцію. Головним інструментом розширення ефективного попиту для прихильників неокласичного синтезу було державне регулювання ринку: використання в основному бюджетних заходів у період глибокого спаду виробництва і переважно монетарних інструментів в умовах піднесення та інфляції [68, с.901–902].

У 1950-х та на початку 1960-х років прихильники кейнсіанського підходу дотримувалися думки, що монетарна політика не має впливу на динаміку сукупного обсягу виробництва і, тим самим, на діловий цикл. Таке розуміння ролі монетарних інструментів стабілізаційної політики базувалося на трьох передумовах [95, с.749–750]. По-перше, розглядався вплив монетарної політики на сукупний попит виключно через номінальні

процентні ставки, які, у результаті, впливають на інвестиційні видатки. На думку кейнсіанців, через низькі процентні ставки у фазі спаду ділової активності, монетарній політиці не вдалось відігравати обмежувальну роль у період найглибшого спаду економіки США. По-друге, емпіричні дослідження того часу не виявили зв'язку між змінами в номінальних процентних ставках та інвестиційними видатками, що означало, на думку кейнсіанців, відсутність впливу зміни пропозиції грошей на сукупний обсяг виробництва. По-третє, опитування підприємців та банкірів засвідчували, що їхні рішення щодо інвестицій не залежали від реальних процентних ставок. Це, знову таки, було підтвердженням слабкого зв'язку між процентними ставками та інвестиційними видатками.

Альтернативу кейнсіанському підходу у цей час запропонували монетаристи. Стаття М. Фрідмана та Д. Мейселмена “Відносна стабільність швидкості обігу грошей і мультиплікатор інвестицій у Сполучених Штатах, 1897–1958 рр.” поклала початок дискусій щодо питань стабілізаційної політики у 1960–70-х рр. [192, с.123–124]. Новизна концепції Фрідмана, полягала в тому, що вона, на відміну від кейнсіанського підходу, обмежується жорсткою грошовою політикою [65, с.642]. На його думку, за допомогою оптимального застосування монетарних інструментів можна уникнути затяжної депресії.

Монетаристи, як і економісти-класики, наголошували, що грошова маса є основним детермінантом сукупного попиту на товари і послуги в економіці. З їхнього погляду, традиційна кейнсіанська модель годиться для опису короткострокових результатів проведення монетарної політики, тобто, на їхню думку, у короткостроковому періоді зміни грошової маси дійсно впливають на реальні економічні змінні, такі, як рівень зайнятості і обсяг виробництва. Однак у довгостроковому періоді реальні наслідки застосування монетарних інструментів сходять нанівець і єдиним економічним показником, що змінюється в результаті такої політики, є рівень цін [93, с.591–592].

На думку Фрідмана, грошово-кредитні відносини виходять на перший план в економічному розвитку і тому можуть бути стихійним регулятором економічних процесів. У циклічності економічного розвитку особливу увагу він відводив грошовому фактору, вважаючи, що саме зростання грошової маси визначає інфляцію. Звідси Фрідман зробив висновок, що економічна політика повинна бути спрямована, передусім, на обмеження та стабілізацію грошової маси. Окрім цього, важливу роль відіграє також, з його точки зору, співвідношення кількості грошей, що знаходиться в сфері обігу, та грошей, які зберігаються на рахунках, і потенційно є джерелом кредитування та у будь-який момент збільшення кількості грошей в обігу [65, с.644].

На думку монетаристів, заходи фіскальної політики не можуть служити надійним засобом стабілізації економіки. Таку позицію вони обґрунтовують ефектом витіснення, згідно з яким збільшення державних видатків призводить до дефіциту бюджету і звернення держави за позиками в банки. В силу цього збільшується попит на гроші на фінансових ринках, що своєю чергою призводить до підвищення процентної ставки. У результаті зменшується попит на гроші для інвестицій, а зменшення останніх призводить до скорочення сукупних видатків і тим самим до зменшення чистого внутрішнього продукту. Як наслідок, складається ситуація, коли стабілізаційна політика не досягає поставленої цілі, оскільки держава, яка вдається до позик на фінансовому ринку, заміщує, або, точніше, витісняє на ньому приватний бізнес. Спираючись на твердження про визначальну роль грошової пропозиції в економічній активності, монетаристи вважають основною умовою успішної стабілізації саме реалізацію правильної монетарної політики [67].

М. Фрідман серед усіх засобів впливу на економіку в демократичному суспільстві віддавав перевагу монетарним інструментам, оскільки вони не призводять до надмірного диктату уряду і не обмежують індивідуальну свободу. Державне регулювання грошово-кредитної сфери буде успішним лише тоді, коли держава здатна впливати через центральний банк на

масштаби й характер діяльності підприємницьких і комерційних структур, в першу чергу комерційних банків. З цією метою застосовуються різні методи: встановлення облікової ставки процента, встановлення норм обов'язкових резервів, проведення операцій на відкритому ринку тощо [68, с.1039].

М. Фрідман пропагує принцип градуалізму (поступовості) у проведенні монетарної політики, згідно з яким будь-які заходи мають здійснюватися повільно та виважено і не реагувати на тимчасові зміни кон'юнктури. Стабільність грошової маси розглядалась як найважливіша передумова стабільності економіки у цілому. Вчений пропонував відмову від використання монетарних інструментів для впливу на реальні змінні (обсяг виробництва, рівень безробіття) у короткостроковому періоді, спростовуючи кейнсіанську політику “дорогих” та “дешевих” грошей. Він вважав, що дотримання “грошового правила”, яке передбачає стабільне і помірне зростання грошової маси на 3–5 % щорічно, незалежно від стану господарської кон'юнктури та фази економічного циклу, забезпечить неінфляційне зростання та контроль за цінами [68, с.1039–1040].

М. Фрідман та інші прихильники монетаризму, піддали критиці проведення центральним банком монетарної політики, що базується в основному на використанні процентних ставок для стабілізації економіки [56, с.664]. На їхню думку, номінальні процентні ставки не є ефективним засобом монетарної політики – як стимулювальної, так і стримувальної. Реальна процентна ставка, тобто номінальна процентна ставка мінус очікуваний темп інфляції, має відношення до визначення рівня інвестицій. Однак висока номінальна процентна ставка в поєднанні з високим очікуваним темпом інфляції означає низьку реальну процентну ставку. Таким чином монетарна політика може мати стимулювальний характер в сенсі її впливу на інвестиційні видатки навіть за високого рівня номінальних процентних ставок.

Монетаристи також вважали, що спроби центрального банку контролювати номінальні процентні ставки можуть мати дестабілізаційний

ефект. Наприклад, якщо центральний банк має на меті здійснювати стимулювальну монетарну політику і знизити процентні ставки, він купує облігації на відкритому ринку, збільшуючи пропозицію грошей. Стимулювальна монетарна політика, за своєю природою, веде до збільшення темпів інфляції і, відповідно, до зростання номінальної процентної ставки, оскільки інвестори корегують свої інфляційні очікування у відповідь на характер зміни фактичного темпу інфляції. Але, у такому випадку, намагаючись втримати номінальні процентні ставки на низькому рівні, центральний банк змушений знову купувати облігації на відкритому ринку. Як наслідок, намагання втримати номінальні процентні ставки на низькому рівні може призвести до зростання інфляції. Отже, Фрідман вважав, що центральний банк, при здійсненні ним монетарної політики, не повинен приділяти увагу характеру зміни номінальних процентних ставок, натомість, варто підтримувати зростання пропозиції грошей на постійному рівні [56, с.664].

Наприкінці 1970-х рр. на Заході відбулось відродження консервативних традицій в економічній теорії. Ці консервативні ідеї знайшли своє відображення у таких течіях економічної думки як теорія раціональних очікувань та економіка пропозиції [86].

У цей час значній частині економістів стало зрозумілим, що досягнення сталого економічного зростання лише за допомогою регулювальних заходів держави неможливе, оскільки такий вплив не враховує дії чинників, що не підлягають кількісному оцінюванню, наприклад, інформації і прогнозів. На думку представників теорії раціональних очікувань, економічні суб'єкти, виходячи із відомих закономірностей функціонування економіки, здатні спрогнозувати наслідки будь-якого впливу на економічну кон'юнктуру і, тим самим, відповідно сформулювати свою економічну поведінку. Р. Лукас стверджував, що кейнсіанські теоретичні моделі та політика регулювання попиту неефективні. Крім цього, Т. Сарджент і Н. Уоллес, на основі

спільного дослідження, також підтверджують неефективність активної фіскальної та монетарної кейнсіанської політики [86].

Прихильники теорії раціональних очікувань, як і монетаристи, наголошували на недоцільності політики грошового стимулювання попиту для розв'язання проблеми зайнятості. Беручи до уваги суб'єктивний характер зв'язку між зростанням цін, рівнем виробництва та зайнятістю, вони не схвалювали політику грошових шоків, доводячи її швидкоплинний ефект [86].

Критика інфляційної монетарної політики вмонтованих стабілізаторів, розпочата ще монетаристами, була доповнена критикою фіскальної політики з боку авторів теорії економіки пропозиції. Представники цієї теорії наголошували на недостатній ефективності політики стимулювання сукупного попиту і запропонували замінити її політикою впливу на сукупну пропозицію [86]. Вони стверджували, що кейнсіанська політика заохочення попиту за допомогою монетарних інструментів не веде до збільшення сукупного попиту, а тільки "роздуває" ціни [68, с.1046].

З точки зору прихильників теорії економіки пропозиції, монетаристи перебільшують здатність держави контролювати обіг грошей та управляти ним, оскільки на практиці монетарна політика часто служить інструментом кейнсіанського регулювання кредиту, виробництва і зайнятості та не передбачає стабілізації грошових агрегатів, як цього вимагає М. Фрідман. Вони наполягають на самостійній, незалежній від монетарної, бюджетній політиці, оскільки переконані у високій ефективності податкового стимулювання економіки. Недовіра засновників теорії економіки пропозиції до державних органів, які здійснюють монетарну політику, скептицизм щодо їх здатності фінансувати дефіцит в рамках монетаристської грошової стратегії, не допускаючи непередбачуваної інфляції, вказує на те, що їхня позиція стосовно проблем бюджету більш реалістична, ніж монетаристів [192, с.152].

М. Фелдстайн підкреслює, що сама по собі монетарна політика не гарантує вільного функціонування ринкового механізму. Він не відкидає необхідності монетарної політики, однак наголошує на тому, що очікуваний результат від такої політики можна отримати, лише поєднавши її з новою податковою системою. Американський вчений Т. Рот стверджує, що рушійною силою неінфляційного економічного зростання є податкові стимули, що відповідають теорії “економіки пропозиції”, підкріплені зниженням темпів зростання грошової маси [192, с.155].

У 1970–1980-х рр. тривали гострі дискусії щодо оптимальної моделі економіки (оптимальної у розумінні найбільш точно передбачуваної) і теорії, в якій монетарна політика з її інструментами займала б гідне місце. У 1990-і рр. прихильники нової класичної макроекономіки намагаються відновити суттєві елементи вихідної класичної моделі, доповнивши їх деякими положеннями кейнсіанства, які вони вважали корисними. Вони продовжують традиції економістів-класиків, стверджуючи, що передумова про еластичність цін, заробітної плати і процентних ставок є основою для оптимальної моделі економіки та аналізу ролі грошей в ній [93, с.458].

Згідно нової класичної теорії, політика, покликана впливати на сукупний попит (монетарна чи фіскальна), не може вплинути на рівень зайнятості або на реальний обсяг виробництва. Це твердження вірне у короткостроковому періоді за умови, що заходи економічної політики систематичні і, отже, передбачувані. Індивіди автоматично змінюють свої раціональні очікування відповідно подібним систематичним діям, і працівники змінюють свою поведінку на ринку праці так, що рівень зайнятості і, отже, реальний обсяг виробництва залишаються на природному рівні. Тільки несистематичні непередбачувані дії можуть мати короткочасний реальний вплив на економічну активність. Проте навіть подібні наслідки для реальних економічних показників з часом зникають. Тобто, будь-які заходи в межах монетарної або фіскальної політики, що проводяться з метою стабілізувати реальний обсяг виробництва і рівень зайнятості за допомогою

регулювання сукупного попиту, в кінцевому підсумку приречені на провал [93, с.615].

Досліджуючи питання про роль монетарних інструментів стабілізаційної політики, розгляньмо еволюцію поглядів вітчизняних науковців, які приділяли увагу проблематиці грошей монетарної сфери та монетарної політики. Відомий український економіст кінця XVIII – початку XIX ст. М. Балудянський проаналізував погляди західноєвропейських економічних течій, зокрема трактування грошей і кредиту меркантилістами, фізіократами та класиками. Він був противником меркантилістської політики, оскільки не розумів, як держава за допомогою такої політики може справитись з кризовими явищами.

Чільне місце у дослідженнях М. Балудянського посідають гроші, зокрема він проаналізував ефективність різних грошових систем та розглянув усі форми кредиту. Зіставивши різні погляди на обіг паперових грошей, Балудянський запропонував закон, згідно з яким “усі види паперових грошей, що є в обігу держави, за своєю кількістю не повинні ніколи перевищувати суму золотих і срібних грошей, місце яких вони заступають або якби, при однаковій торгівлі за відсутністю паперових грошей, були в обігу” [13, с.33–34]. Стосовно втручання держави в економічні процеси, то обов’язками уряду він вважав “забезпечення удосконалення виробництва, запровадження контролю за збором капіталів, платою за роботу, зиском з капіталу і доходів. Тоді грошей буде стільки, скільки потрібно, але не більше” [65, с.260–261].

Розглядаючи еволюцію грошово-кредитних відносин, інший український вчений М. Бунге, спирався на поняття довіри, звички, традицій, що закріплюються правом. Таким чином, Бунге запроваджував інституціональні засади в трактуванні економічних категорій, зокрема, грошей і кредиту.

Бунге розкрив тенденції розвитку всієї грошової сфери, яка полягала не просто в обслуговуванні виробництва та обміну, а в застосуванні грошей та кредиту як капіталу, з метою їх продуктивного використання та отримання

доходу. Основним суб'єктом грошових і, в тому числі, кредитних відносин в зв'язку з цим стає не держава, а приватне господарство, що функціонує на засадах вільного підприємництва і економічної доцільності [69].

Свій внесок у розвиток теорії грошей і грошового обігу зробили й інші вітчизняні вчені, зокрема А. Антонович (“Історія паперово-грошового обігу і державні кредитні білети”), О. Миклашевський (“Гроші. Досвід вивчення основних засад економічної теорії класичної школи у зв'язку з історією грошового питання”), І. Франко (“Розмови про гроші і скарби”) та інші.

Синтезувавши ідеї своїх попередників, видатний український вчений-економіст М. Туган-Барановський зробив вагомий внесок у теорію грошей і монетарної політики. У своїй праці “Паперові гроші і метал” він стверджує: “до цього часу державна влада майже не ставила перед собою завдання планомірно впливати на цінність грошей. Це стосується і цінності товарів: і у цій галузі суспільна влада, як правило, поводитися абсолютно пасивно, віддаючи утворення товарних цін на розсуд вільної гри економічних сил. Однак між цінністю товарів і цінністю грошей є принципова відмінність: цінність товару створюється на основі свідомих розцінювань окремих індивідів, чим держава керувати не може, натомість цінність грошей є позасвідомим стихійним продуктом соціальної взаємодії, що повною мірою допускає державне регулювання. Тому завдання планомірної політики грошового обігу, що ставить собі за мету регулювання цінності грошей, не містить у собі нічого неможливого. Для економічної науки на передній план висувається нове завдання величезної практичної значущості – вироблення основ раціональної грошової політики” [183, с.40].

М. Туган-Барановський дійшов висновку про необхідність державної монетарної політики і відводив центральному банку визначальну роль у її реалізації. Він передбачив перехід після Першої світової війни до грошової системи паперових грошей, коли золото (резерви) зберігатиметься у центральних банках для ведення активної валютної політики, придбання іноземної валюти для експортно-імпортних операцій. Вчений наполягав на

активній державній політиці, спрямованій на створення нової грошової системи та використанні стабілізаційного інструментарію для стимулювання ефективного платоспроможного попиту та інвестиційного процесу [65, с.540–542].

Отже, місце і роль монетарних інструментів в економічній політиці держави були предметом досліджень представників найрізноманітніших течій світової економічної думки. Така увага до цього питання лише підкреслює його значущість. Свій внесок у теорію грошей та кредиту зробили і вітчизняні науковці. Цінність їх поглядів передусім в тому, що формувались вони з врахуванням національних особливостей. Полеміка щодо активної чи пасивної ролі монетарних інструментів у стабілізаційній політиці держави триває й досі, однак беззаперечним є факт їх дієвості при правильному застосуванні урядом.

Сьогодні монетарний інструментарій є одним з найважливіших знарядь впливу держави на економічні процеси у розвинутій ринковій економіці. Ступінь розвитку фінансово-кредитної системи країни, її інфраструктурних елементів визначає інструментарій грошово-кредитної політики, від якого значною мірою залежить ефективність монетарного регулювання. Монетарний інструментарій – це арсенал важелів, за допомогою яких центральний банк впливає на пропозицію грошей, а відтак на стабілізацію грошового ринку і національної економіки загалом.

Центральний банк використовує знаряддя монетарної політики для стабілізації національної економіки, зокрема для досягнення таких цілей як економічне зростання, високий рівень зайнятості, стабільний рівень цін, стабільність на фінансових ринках, стабільність процентних ставок, стабільний курс національної валюти [33, с.574; 95, с.529; 121, с.385]. У Таблиці 1.1 представлена класифікація монетарних інструментів відповідно до конкретних критеріїв.

Таблиця 1.1.

Класифікація монетарних інструментів

Критерій	Інструменти	Приклади і використання
1. Характер впливу на грошовий ринок	Адміністративні (прямої дії)	Заходи спрямовані на обмеження сфери діяльності комерційних банків (обмеження, ліміти, директиви)
	Ринкові (опосередкованої, непрямой дії)	Регулятивні засоби впливу центрального банку на ситуацію на грошово-кредитному ринку через пропозицію грошей
2. Спрямованість регулятивного впливу	Загальної спрямованості	Поширюються на всі банки, на грошовий ринок в цілому
	Селективні	Поширюються на окремі банки або їх групи, на певні види банківської діяльності, на регулювання окремих видів кредиту тощо
3. Характер впливу на ліквідність	Спрямовані на підтримання ліквідності	Політика рефінансування комерційних банків, купівля центральним банком цінних паперів на відкритому ринку
	Спрямовані на вилучення (стерилізацію) надлишкової ліквідності	Розміщення центральним банком депозитних сертифікатів, проведення операцій “зворотного” репо
4. Періодичність використання	Постійної дії	Використовується для проведення як активних, так і пасивних операцій (постійно діючі механізми рефінансування банків, механізм депонування надлишкових резервів банківської системи на рахунках у центрального банку)
	Разового використання	Забезпечують досягнення проміжних цілей (розміщення центральним банком депозитних сертифікатів)

Джерело: складено автором на основі [103, с.64; 151, с.463–464; 193, с.424–427].

Розгляньмо спершу детальніше адміністративні знаряддя монетарного регулювання центрального банку. До найважливіших адміністративних інструментів можна віднести:

- регулювання величини процентних ставок за кредитами і депозитами;

- регулювання портфеля активів комерційних банків;
- регулювання кількісних параметрів кредитів, що надаються суб'єктам господарювання;
- встановлення “стелі” кредиту центрального банку, що надається урядові та банківським установам;
- обмеження споживчого кредиту;
- обмеження на відкриття філій та відділень;
- селективну кредитну політику [151, с.465].

Проте, використання центральним банком цих знарядь є ефективним лише у короткостроковому періоді: вони дають змогу не допускати надмірного створення банками грошей [121, с.379]. Досвід розвинутих ринкових економік свідчить, що використання інструментів прямої дії для регулювання грошового ринку може спричинити негативні наслідки. Зокрема, банки пристосовуються до їхнього впливу і сам вплив не тільки втрачає ефективність, а й створює умови, за яких стримується конкуренція між банками, процес ринкового саморегулювання [193, с.469].

До інструментів опосередкованого впливу на грошовий ринок належать: операції на відкритому ринку, регулювання норми обов'язкових резервів, процентна політика, рефінансування комерційних банків, регулювання курсу національної валюти [46, с.187].

Інструменти непрямой дії, які застосовуються центральними банками, в свою чергу поділяються на нормативні та коригувальні. Нормативні інструменти грошово-кредитної політики передбачають встановлення центральним банком для комерційних банків норми обов'язкових резервів і нормативів, що регламентують капітальну базу банків, ліквідність та ризики в діяльності банків. Коригувальні – це інструменти, застосування яких змінює обсяг банківських резервів та ціну грошей (операції на відкритому ринку, політика рефінансування та процентна політика центрального банку) [193, с.425].

Вважається, що операції на відкритому ринку – найбільш важливий інструмент з точки зору регулювання пропозиції грошей. Суть цього інструменту полягає в купівлі-продажу центральним банком державних цінних паперів (облігацій) у населення, фірм, комерційних банків або продаж їм цих паперів з метою вплинути на величину та структуру резервів комерційних банків, а відтак і на пропозицію грошей [188].

Можна виділити низку переваг, які має цей монетарний інструмент в умовах високорозвинутого ринку цінних паперів [46, с.189]:

- він має високу оперативність і чіткість дії. Якщо центральний банк вирішив збільшити чи зменшити пропозицію грошей, то він може негайно дати розпорядження своїм дилерам купити чи продати цінні папери на відповідну суму, і проблема буде вирішена досить швидко. При цьому не має значення обсяг операції – він може бути незначним чи будь-яким великим;
- на дію цього інструменту не можуть впливати ніякі інші суб'єкти ринку, крім центрального банку, що робить його регулятивний вплив досить значним, точним і ефективним;
- цей інструмент має властивість “гальмування”, тобто якщо допускається помилка при проведенні певної операції, то можна негайно провести операцію протилежної дії і виправити ситуацію; скажімо, при надмірному збільшенні пропозиції грошей негайно продати відповідну суму цінних паперів і зменшити пропозицію до потрібного рівня.

Не менш важливим напрямом впливу центрального банку на діяльність, здійснювану комерційними банками, і в цілому на грошовий обіг є встановлення і зміна облікової ставки. Саме її покладено в основу процентної ставки за кредитами рефінансування. Облікова ставка – процентна ставка, за якою центральний банк країни надає позики комерційним банкам [91]. Якщо центральний банк прагне збільшити кількість грошей, він зменшує розмір облікової ставки, заохочуючи тим самим комерційні банки брати в нього кредити. І навпаки, якщо на думку центрального банку, грошей в обігу забагато, він збільшує облікову ставку і

таким чином зменшує попит на кредити. У такому разі відбувається зменшення кількості грошей в обігу, бо комерційні банки продовжують віддавати раніше позичені в центрального банку кошти [45].

Обов'язкові резервні вимоги є одним із монетарних інструментів, що використовується центральними банками для регулювання обсягів грошової маси в обігу та управління грошово-кредитним ринком. У вузькому значенні під обов'язковими резервами розуміють активи банку, які використовуються для забезпечення його гарантованої ліквідності [21, с.22]. Вперше обов'язкові резервні вимоги були застосовані в США у 1913 р. з метою формування страхового фонду для гарантованої виплати депозитів. Згодом цей інструмент почали використовувати в інших країнах, зокрема, в Німеччині (1948 р.), Великій Британії (1961 р.), у Франції (1979 р.) [1, с.119].

Мінімальні обов'язкові резерви використовують сьогодні в багатьох країнах. Проте, якщо на початковому етапі застосування цього інструмента його функціональне призначення обмежувалось страхуванням своєчасного виконання зобов'язань банків щодо залучених коштів, то нині їх функції значно розширилися. У сучасних умовах обов'язкове резервування розглядають як інструмент монетарної політики, що використовується, крім регулювання ліквідності банківської системи, для регулювання емісії кредитних грошей банками та як засіб антициклічної та антиінфляційної політики [103, с.113]. Норма обов'язкового резервування – це мінімальний обсяг депозитів, який комерційні банки зобов'язані зберігати на рахунках центрального банку. Змінюючи цю норму, центральний банк змінює банківські надлишкові резерви та грошовий мультиплікатор і у підсумку пропозицію грошей [44].

Мінімальні обов'язкові резерви як монетарний інструмент має свої особливості, що зумовлюють специфіку його застосування центральним банком: по-перше, резервні вимоги – потужний засіб грошово-кредитного регулювання, адже навіть невеликі зміни норми резервів призводять до значних змін в обсягах вільних резервів банків та до ще більших змін, через

дію мультиплікатора, – в обсягах їх кредитних вкладень; по-друге, дія цього інструмента недостатньо керована, оскільки пов'язана з мультиплікативним ефектом; по-третє, резервні вимоги обов'язкові для виконання усіма банками, тому є жорстким інструментом прямої дії; по-четверте, мінімальні обов'язкові резерви є постійно діючим довгостроковим інструментом монетарної політики, на відміну від інших інструментів, що застосовуються залежно від ситуації на грошово-кредитному ринку [103, с.113–114].

Інструмент обов'язкових резервних вимог використовується центральними банками для регулювання обсягів грошової маси в обігу та забезпечення певного мінімального рівня ліквідності банківської системи: у разі зниження норми обов'язкових резервних вимог відбувається збільшення вільної ліквідності банків і розширюються їх можливості щодо проведення активних операцій та виконання своїх зобов'язань. Підвищення норми обов'язкового резервування, навпаки, зменшує зазначені можливості та пропозицію грошей. На практиці ця залежність виявляється у тому, що зростання (зменшення) норми обов'язкового резервування позначається на зростанні (зменшенні) обсягів сформованих банками обов'язкових резервних вимог, що зберігаються на кореспондентських рахунках банків в центральному банку, які у свою чергу позначаються на зменшенні (збільшенні) вільної ліквідності банків [103, с.120].

Перевагою цього інструмента монетарної політики є те, що він однаково впливає на всі банки, змінюючи пропозицію грошей негайно і досить потужно. Водночас він має і значні недоліки. Передовсім, підвищення норми обов'язкового резервування може привести банки з невеликими надлишковими резервами в неліквідний стан, підірвати їх становище на ринку. Щоб урятувати такі банки, центральному банку довелось би вживати компенсаційних заходів, наприклад, посилити їх рефінансування чи збільшити купівлю цінних паперів, що буде розмивати регулятивний ефект від застосування інструменту обов'язкового резервування. Крім того, підвищення норми резервування негативно позначається на фінансах банків,

оскільки обмежує їхні доходи за активними операціями. Певним чином, таке застосування цього інструменту рівноцінне підвищенню оподаткування банків. І, нарешті, цей інструмент не є ефективним у тому разі, коли потрібно змінити пропозицію грошей на короткий строк і в невеликих обсягах, оскільки зміна норми резервування на 1% може призвести до значно більшої зміни кількості грошей, ніж це потрібно. А часті зміни норми резервування у протилежних напрямках взагалі можуть паралізувати діяльність банків [46, с.190].

З огляду на вказані особливості, норма обов'язкового резервування центральними банками застосовується зазвичай для довгострокового регулювання ліквідності банків та грошової маси в обігу. Також, використання цього інструменту потребує обережності в застосуванні поряд з ним більш гнучких інструментів монетарної політики, наприклад, операцій на відкритому ринку.

Процентна політика є важливою складовою монетарної політики у країнах з розвинутою економікою, а офіційні процентні ставки – ключовий інструмент впливу центральних банків на економічний розвиток. Важливість процентної політики пов'язана передовсім із роллю, яку виконують процентні ставки в економіці: саме вони служать суб'єктам економіки інформаційними індикаторами для прийняття рішень щодо обсягів споживання, заощаджень та інвестицій, надають їм можливість гнучко реагувати на зміну ринкової кон'юнктури шляхом переливання капіталів між різними сферами та галузями економіки, збалансовуючи таким чином попит і пропозицію на фінансовому та товарному ринках.

Дія процентної політики як інструменту центрального банку полягає у встановленні та періодичній зміні центральним банком офіційних процентних ставок за його операціями. Важливу роль у процентній політиці відіграє облікова ставка центрального банку, яка є основною офіційною ставкою та орієнтиром для суб'єктів економіки щодо вартості грошових ресурсів. Змінюючи облікову процентну ставку, центральний банк впливає на

пропозицію грошей. Підвищення рівня облікової ставки веде до зменшення обсягів рефінансування банків, зменшення грошової бази і зниження пропозиції грошей. Зниження центральним банком облікової ставки має зворотній вплив [103, с.123].

Офіційна процентна ставка впливає на ринкові процентні ставки, тобто на ставки за всіма іншими видами операцій на грошовому ринку. Передусім, вплив основної ставки центрального банку позначається на ставках на міжбанківському ринку (за кредитами овернайт, іншими кредитами та депозитами). Зростання вартості ресурсів на міжбанківському ринку веде до зростання ринкових ставок за банківськими кредитами та ставок за депозитами, при цьому попит на цінні папери скорочується, їх ринкова вартість знижується, а дохідність на ринку цінних паперів матиме тенденцію до зростання.

Процентна політика центрального банку також має вплив на динаміку обмінного курсу національної валюти через стимулювання припливу або відпливу короткострокових капіталів, які переміщуються між країнами у пошуку найбільш прибуткового розміщення. Підвищення центральним банком облікової ставки стимулює приплив короткострокових капіталів у країну з тих країн, де облікова ставка нижча, і сприяє у такий спосіб покращенню стану платіжного балансу та зростанню обмінного курсу національної валюти. У разі зниження центральним банком облікової ставки відбувається відплив капіталів із країни у ті країни, де облікова ставка вища, що веде до падіння обмінного курсу національної валюти [103, с.123].

Важливу роль в реалізації процентної політики мають процентні ставки за основним обсягом монетарних операцій центрального банку. Залежно від стану ліквідності на грошово-кредитному ринку цією ставкою може бути процентна ставка за депозитними (у випадку наявності надлишкової ліквідності в банківській системі) або кредитними операціями (у випадку проблем з ліквідністю) [103, с.124]. Ця ставка є ключовою ставкою

центрального банку через те, що операції центрального банку за цією ставкою є найбільш очікуваними.

Слід звернути увагу, що в умовах надлишкової ліквідності банківської системи ефективність процентної політики знижується через відсутність попиту на кредити рефінансування з боку банків, а, отже, і нечутливість грошово-кредитного ринку до процентного інструментарію грошово-кредитної політики. За таких обставин центральні банки змушені проводити стерилізацію надлишкової ліквідності з метою нівелювання її впливу на ефективність грошово-кредитної політики [103, с.124].

Наступним важливим інструментом грошово-кредитної політики центральних банків є кредитні та депозитні операції. Вони є монетарними операціями і застосовуються для регулювання ліквідності банківської системи з метою підтримання рівноваги на грошово-кредитному ринку. Кредитні і депозитні операції – гнучкий та оперативний ринковий інструмент, їх застосування приводить до змін в обсягах грошової бази, тобто пропозиції грошей.

Суть політики відкритого ринку полягає у змінах обсягів купівлі та продажу цінних паперів центральним банком. Такі операції зумовлюють зміну резервів комерційних банків, що позначається на обсягах та вартості банківських кредитів. Таким чином центральний банк впливає на кількість грошей в обігу і на рівень ринкової процентної ставки, тобто досягає заздалегідь поставленої цілі.

Центральний банк продає цінні папери зі свого портфеля, коли йому потрібно стабілізувати або зменшити кількість грошей в обігу, стримати зростання платоспроможного попиту, а отже, сприяти підвищенню рівня процентної ставки і в кінцевому підсумку знизити інфляцію. Коли центральний банк продає цінні папери безпосередньо комерційним банкам, то надлишкові резерви банків зменшуються, а депозитна база залишається незмінною. Зменшення банківських резервів породжує мультиплікативне скорочення грошової маси. У випадку, коли центральний банк продає цінні

папери небанківським учасникам (дилерам) фондового ринку, то резерви комерційних банків, які обслуговують небанківських дилерів, зменшуються і одночасно зменшується депозитна база цих комерційних банків. Отже, і в цьому разі відбувається скорочення грошової маси.

Якщо центральний банк має на меті збільшити грошову масу і знизити вартість грошей, тобто знизити рівень ринкової процентної ставки, він купує цінні папери на відкритому ринку. У результаті таких операцій відбувається активізація підприємницької діяльності та пожвавлення кон'юнктури ринку [193, с.456].

Ф. Мишкін, порівнюючи операції на відкритому ринку з іншими монетарними інструментами, виділив такі їх переваги [95, с.515]:

- операції на відкритому ринку здійснюються з ініціативи центрального банку, який може контролювати їх обсяг;
- операції на відкритому ринку гнучкі та доволі точні, їх можна здійснювати в будь-яких обсягах, в залежності від потреб центрального банку стосовно обсягу зміни величини резервів або грошової бази;
- операції на відкритому ринку мають ефект зворотності, тобто при допущенні помилки при їх здійсненні центральний банк може легко її виправити, провівши протилежну операцію;
- операції на відкритому ринку здійснюються швидко, оскільки не залежать від адміністративних зволікань.

Експорт та імпорт капіталу супроводжуються припливом і відпливом іноземного капіталу. Значний вплив на стан грошового обігу в країні мають іноземні фінансові інвестиції, що вкладаються в національні цінні папери зі спекулятивними цілями. Зокрема, це стосується вкладень капіталу іноземних інвесторів в боргові зобов'язання держави. Зниження привабливості державних цінних паперів зумовлює відплив іноземного капіталу з країни, що провокує зниження курсу національної валюти. Така ситуація вимагає від центрального банку та уряду певних заходів, серед яких підвищення процентної ставки й рівня дохідності емітованих державою цінних паперів.

Водночас центральний банк не повинен допускати відпливу за кордон національної валюти, що може виникнути внаслідок відносно заниженої депозитної процентної ставки в країні [115].

Загалом, центральний банк зазвичай володіє достатнім набором монетарних інструментів для стабілізації національної економіки. Їх умовно класифікують відповідно до тих чи інших критеріїв, але трьома основними є операції на відкритому ринку, зміна облікової ставки та зміна норми резервування. Саме завдяки ефективному поєднанню і застосуванню центральним банком цих інструментів щодо конкретних кризових умов можливе успішне виведення економіки з кризового стану, а часто й уникнення потенційної дестабілізації національної економіки.

1.3. Передавальний механізм і альтернативні режими монетарної політики

Умовою сталого економічного зростання економіки є підтримання стабільно низького рівня інфляції. Забезпечення цієї умови вимагає від уряду проведення відповідної стабілізаційної політики, зокрема за допомогою монетарних інструментів центрального банку впливати на ситуацію на грошово-кредитному ринку і, як результат, досягти поставлених цілей. Визначальну роль у розробці і реалізації антиінфляційної стратегії відіграє вибір прийняттого монетарного режиму або, іншими словами, стратегії монетарної політики.

А. Гриценко та Т. Кричевська тлумачать стратегію монетарної політики як “функцію реагування центрального банку, що відображає процес перетворення інформації про стан і роботу економіки (дані, моделі) в політичні рішення з метою досягнення встановлених цілей”. За своєю суттю монетарна стратегія тяжіє до монетарного правила [43, с.9].

Стратегія монетарної політики будується на основі таких принципів [43, с.11–13]:

- цілеспрямованість (чітке визначення системи цілей монетарної політики: кінцевих, проміжних, оперативних);
- транспарентність (прозорість політики центрального банку);
- визначеність часових горизонтів (встановлення граничних строків, в межах яких центральний банк досягає поставлених цілей);
- відповідальність (підзвітність) центрального банку (здійснення комунікаційної політики: публікації звітів, оприлюднення прогнозів тощо).

Залежно від проміжної цілі монетарної політики розрізняють наступні монетарні режими: монетарне таргетування (таргетування грошової пропозиції), таргетування обмінного курсу, інфляційне таргетування, таргетування номінального ВВП та режим без явного номінального якоря.

Сучасні дослідження типових режимів монетарної політики вказують на те, що ефективність обраного режиму таргетування залежить від стану економічної кон'юнктури та особливостей фінансово-монетарної трансмісії конкретної країни. Так, в умовах трансформаційної економіки політика таргетування обмінного курсу може бути найкращим вибором для країни, у той час як таргетування грошової маси, таргетування інфляції є ефективними можливостями монетарної політики розвинутих країн і не завжди можуть бути доступними в умовах трансформації.

Обґрунтування диференціації монетарних режимів спирається на порівняння макроекономічних умов ефективності фінансово-монетарної трансмісії, що виявляються на основі аналізу трансмісійних процесів [84, с.7–8].

Відомо, що центральний банк не може безпосередньо впливати на основні макроекономічні показники і має змогу досягнути поставлених цілей лише за допомогою проміжних та поточних змінних. Цей механізм впливу монетарної політики на національну економіку називають передавальним механізмом монетарної політики [121, с.389]. Вперше концепція

передавального механізму була сформульована ще Дж. М. Кейнсом. Систему змінних, через яку пропозиція грошей впливає на економічну активність, Дж. М. Кейнс і називав трансмісійним (передавальним) механізмом [77]. Згідно з сучасним розширеним визначенням, монетарний трансмісійний механізм, розглядають як відносини, пов'язані з передачею змін у використанні інструментів монетарної політики центрального банку на фінансову кон'юнктуру і в подальшому – на макроекономічні змінні, які відображають стан розвитку реального сектору економіки через складну сукупність каналів (ланцюгів проміжних змінних) та зв'язків прямої й зворотної дії [103, с.205].

Систему монетарного трансмісійного механізму складають [88, с.18]:

- процентний канал, що характеризує вплив центрального банку на національну економіку через зміни у процентній політиці;
- кредитний канал, що відображає вплив монетарної політики на сукупний попит і пропозицію через зміну обсягів банківського кредитування;
- канал валютного курсу (у складі каналу цін активів), через який монетарна політика за допомогою курсу національної валюти впливає на сукупний попит і пропозицію;
- канал очікувань економічних суб'єктів, який характеризує вплив змін у монетарній політиці на очікування економічних агентів щодо майбутніх цін та макроекономічної ситуації, і тим самим на їхні рішення щодо споживання, інвестицій та виробництва.

Традиційно основним каналом передавального механізму монетарної трансмісії вважають процентний канал. Він відображає вплив центрального банку на національну економіку через регулювання процентних ставок. Збільшення пропозиції грошей (M) знижує ринкові процентні ставки (r), що стимулює збільшення інвестицій (I), у результаті чого підвищується сукупний попит (AD), що сприяє зростанню виробництва (Y) і зайнятості. Схематично це можна відобразити наступним чином [121, с.390–391]:

$$M \uparrow - r \downarrow - I \uparrow - AD \uparrow - Y \uparrow.$$

Протилежний стримувальний ефект монетарної політики на національну економіку через дію процентної ставки має вигляд:

$$M \downarrow - r \uparrow - I \downarrow - AD \downarrow - Y \downarrow - P \downarrow.$$

Дія процентного каналу полягає у тому, що зміна монетарної політики, насамперед через офіційну облікову ставку, прямо впливає на короткострокові ставки на фінансовому ринку, і через криву дохідності – на довгострокові. З певним часовим лагом її вплив поширюється на ставки комерційних банків для економічних суб'єктів і, таким чином – на інтенсивність переміщення капіталу між різними сегментами фінансового ринку, заощадження, інвестиції, споживання, тобто на зміну сукупних витратків і попиту, а, отже, – і на темпи зростання економіки, зайнятість та інфляцію [103, с.207].

Через канал цін активів монетарна політика центрального банку впливає на реальний сектор економіки через зміну відносних цін фінансових і реальних активів. Так званий ефект багатства можна схематично відобразити у такому вигляді [121, с.392]:

$$M \uparrow - r \downarrow - P_s \uparrow - W \uparrow - C \uparrow - Y \uparrow;$$

$$M \uparrow - r \downarrow - P_s \uparrow - q_m \uparrow - I \uparrow - Y \uparrow,$$

де P_s – курси цінних паперів, W – величина майна, нагромадженого у фінансових активах, C – автономне споживання, $q_m - q$ Тобіна (відношення ринкової вартості функціонуючого капіталу до його відновної вартості).

Зміни у монетарній політиці позначаються на процентних ставках грошового ринку, які у свою чергу впливають на економіку через зміну цін на активи (цінні папери, іноземну валюту, нерухомість та інші активи). У випадку зниження процентних ставок ціни на активи, за інших однакових умов, зростають, так як зі зменшенням процентних ставок зменшується дохідність грошей як активу. Економічні суб'єкти починають шукати альтернативні об'єкти вкладення капіталу, при цьому інвестиційні рішення приймаються з урахуванням дохідності різних фінансових і реальних активів [112, с.15–16].

Канал валютного курсу відображає вплив монетарної політики на сукупний попит і пропозицію через зміну курсу національної валюти та характеризує чутливість внутрішніх цін до курсових змін. Зниження процентних ставок веде до зменшення попиту на національну валюту з боку нерезидентів, як наслідок, курс національної валюти (e) знижується. Це сприяє зростанню чистого експорту (X) і обсягу національного виробництва [121, с.392]:

$$M \uparrow - r \downarrow - e \downarrow - X \uparrow - Y \uparrow.$$

Вплив зміни курсу національної валюти на сукупні видатки економічних агентів може відбуватись через ефект змін відносних цін та балансний ефект. Ефект зміни відносних цін передбачає зміни попиту на вітчизняні товари і послуги, які у результаті зміцнення курсу національної валюти стають дорожчими порівняно з імпортними товарами. Водночас, вплив монетарної політики на економіку через канал обмінного курсу виявляється не лише через сукупний попит і пропозицію, а й через економічні очікування підприємств і населення. Балансовий ефект зміни обмінного курсу національної валюти пов'язаний із наявністю в економічних суб'єктів зобов'язань в іноземній валюті. Якщо ці зобов'язання не покриваються повністю активами в іноземній валюті, зростання курсу може призвести до змін власного капіталу і витрат на обслуговування зобов'язань в іноземній валюті [103, с.209].

У багатьох країнах, особливо у тих, в яких фінансові ресурси перерозподіляються переважно через банківський сектор, важливу роль у складі механізму монетарної трансмісії відіграє кредитний канал. Цей канал відображає вплив монетарної політики центрального банку на доступність ресурсів на кредитних ринках. Дія кредитного каналу передавального механізму базується на припущенні, що центральний банк впливає інструментами монетарної політики на зміну пропозиції кредитних ресурсів перш за все через зміну обсягів вільних резервів банківської системи [112, с.18–19].

Канал очікувань характеризує вплив змін у монетарній політиці на очікування економічних суб'єктів щодо майбутніх цін та макроекономічної ситуації і відповідно на їхні рішення стосовно споживання, заощаджень, інвестицій, виробництва. Варто зазначити, що операції центрального банку в основному впливають на короткострокові ставки на грошовому ринку, для яких вони є сигнальними. Реакція ж ставок грошового ринку із тривалішим терміном на зміну в застосуванні монетарних інструментів залежить від ринкових очікувань, тривалості їх підтримання монетарною владою, довіри учасників ринку до орієнтирів політики центрального банку.

У тому випадку, коли монетарна політика відповідає поставленим цілям, а макроекономічна ситуація тривалий час є стабільною та передбачуваною, вплив каналу очікувань буде незначним, тоді як невизначеність економічної кон'юнктури внаслідок низької довіри до стабілізаційної політики уряду і центрального банку формують песимістичні очікування та блокують стимули до економічного зростання. Негативні очікування економічних суб'єктів можуть спричинити порушення у роботі передавального механізму монетарної політики, нівелювати вплив її інструментів, зумовити значне відхилення фактичних значень від цільових показників монетарної політики. Результатом таких очікувань можуть бути неадекватні зміни процентної ставки на фінансовому ринку або реакції сукупного попиту на її динаміку, що дестабілізує кредитний ринок, підриває інвестиційний процес і зменшує вплив монетарної політики на макроекономічні показники. Прояв наявності в учасників ринку негативних очікувань певним чином можуть свідчити й такі показники, як зростання швидкості обігу грошей, збільшення частки кредитів і депозитів, виданих в іноземній валюті, значна питома вага готівки в структурі грошової маси тощо [103, с.210].

Згідно неокейнсіанського підходу стимулювальний грошовий імпульс передбачає, що збільшення пропозиції грошей спричиняє зростання цін як наслідок додаткового попиту. Відповідно, відбувається зменшення касових

залишків. Зменшення процентної ставки спричиняє зростання інвестицій та виробництва. На ринку праці відбувається перехід до повної зайнятості за незмінної номінальної заробітної плати [147, с.284–285]:

$$M^S \uparrow - r \downarrow - I \uparrow - AD \uparrow - L^D \text{ (при } W = \text{const)} \uparrow - Y^S_{SR} \uparrow.$$

Монетаристи стверджують, що при зростанні кількості грошей їх гранична корисність зменшується і водночас, збільшується попит на інші активи (цінні папери, фізичний капітал). Це зумовлює додатковий інвестиційний попит і тим самим, зростання сукупного попиту. Через зростання сукупного попиту, яке пов'язане зі зростанням загального рівня цін, виникає “помилка найманих працівників”, що стимулює збільшення пропозиції праці, у результаті чого відбувається збільшення обсягів виробництва [147, с.286–287]:

$$M^S \uparrow - B^D \downarrow, I \uparrow - AD (I) \uparrow - P \uparrow - L^S \uparrow - Y^S_{SR} \uparrow.$$

З погляду представників теорії раціональних очікувань зростання грошової пропозиції впливає на зростання загального рівня цін, що сприймається підприємцями як зміна цін на локальних ринках при незмінних очікуваннях щодо загального рівня цін. У результаті пропозиція на локальних ринках збільшується, а надлишок пропозиції товарного ринку зумовлює появу надлишку пропозиції на ринку запозичень, що спричиняє зменшення очікуваної процентної ставки (за нижчої очікуваної процентної ставки відбувається зростання споживання та інвестицій). Нижча процентна ставка стимулює збільшення сукупного попиту і як наслідок збільшення виробництва [147, с.288]:

$$M \uparrow - P \uparrow - Y^S_g \uparrow - B^S \uparrow - r^e \downarrow - C \uparrow, (I) \uparrow - Y^S_{SR} \uparrow.$$

З'ясувавши механізми впливу центрального банку за допомогою монетарних інструментів на ситуацію в економіці, розгляньмо детальніше особливості впровадження базових монетарних режимів центрального банку. У таблиці 1.2 коротко охарактеризовано монетарні режими центрального банку, вказано переваги та недоліки використання відповідного режиму. Проблема реалізації прийнятної монетарної стратегії пов'язана з дилемою

вибору між свободою дій та політикою, що ґрунтується на чітко визначених правилах.

Таблиця 1.2

Монетарні режими центрального банку

Монетарний режим центрального банку	Основні характеристики	Переваги	Недоліки
Режим без явного номінального якоря	Відсутність явного номінального якоря. Орієнтація на досягнення таких цілей: стабільна інфляція, повна зайнятість, стабільність процентних ставок. Попереджувальний характер монетарних заходів на довгострокову перспективу.	Урахування значних часових лагів, що мають місце між заходами центрального банку і змінами інфляції.	Обмежена прозорість дій центрального банку. Залежність результатів монетарного регулювання від політичних уподобань керівництва центрального банку.
Таргетування обмінного курсу	Забезпечення стабільності валютного курсу стосовно валюти-якоря країни (що зазвичай має низьку інфляцію), за допомогою валютних інтервенцій та зміни процентних ставок.	Зниження інфляційних очікувань (до рівня країни, до якої прив'язана валюта). Вища прозорість і краще розуміння заходів монетарної політики громадськістю. Зменшення трансакційних витрат і стимулювання міжнародної торгівлі.	Залежність від зовнішніх, насамперед, інфляційних шоків. Загроза валютних спекуляцій.
Монетарне таргетування	Встановлення центральним банком кількісної проміжної цілі за певним грошовим агрегатом.	Орієнтація на реалізацію внутрішніх інтересів національної економіки і нівелювання зовнішніх шоків. Транспарентність дій центрального банку. Простота реалізації.	Відсутність стійкого зв'язку між грошовими агрегатами та інфляцією. Обмеженість впливу центрального банку на агрегати M1 та M2. Недостатня інформаційна ефективність при прийнятті інвестиційних рішень. Неоднозначність зв'язку між зміною грошових агрегатів та реальними показниками у різних часових періодах.
Таргетування інфляції	Оприлюднення центральним банком кількісно визначеного орієнтуру інфляції. Законодавчо визначені механізми забезпечення відповідальності центрального банку за динаміку інфляції.	Зрозумілість цілей та меж відповідальності центрального банку, що зменшує інфляційні очікування. Зосередженість на внутрішньому параметрі національної економіки та можливість гнучко реагувати на макроекономічні зміни.	Обмежений контроль за інфляцією з боку центробанку. Залежність інфляції від структурних змін в економіці та зовнішніх шоків. Наявність часових лагів.
Таргетування номінального ВВП	Ціль центрального банку – досягнення певного рівня або темпу зростання номінального ВВП. Підтримка трендової інфляції в довгостроковій перспективі і можливість підвищення таргету по інфляції у короткостроковій перспективі.	Відсутність потреби чіткого визначення переваги між інфляцією та розвитком ВВП.	Неоперативність дій центрального банку, що пов'язано з неоперативністю підрахунків ВВП і частою зміною оцінок, порівняно з підрахунками інфляції.

Джерело: складено автором на основі [4; 66; 102; 103; 124; 147; 211; 212; 213].

Перший підхід передбачає впровадження монетарного режиму, за якого використовується імпліцитна ціль, але без експліцитного “номінального якоря”. За такого режиму немає одного чітко визначеного таргету. Центральний банк має на меті досягнення стабільного рівня цін, повної зайнятості та стабільності процентних ставок. Монетарна стратегія без явно вираженого “номінального якоря” враховує існування часових лагів, що супроводжують процес реалізації монетарної політики, та вимагає превентивних заходів з боку центрального банку. Недоліком такого режиму є низький рівень відповідальності центрального банку та недостатня прозорість його дій при реалізації монетарної політики [124, с.7–9; 147, с.281].

Таргетування обмінного курсу як монетарна стратегія центрального банку передбачає встановлення номінального обмінного курсу в якості проміжної цілі монетарної політики, тобто забезпечення його стабільності по відношенню до валюти країни, що була обрана як “якір”, за допомогою валютних інтервенцій та зміни процентних ставок. Вихідними умовами впровадження такого режиму є достатні обсяги міжнародних резервів, а також інституційна, законодавча та політична стабільність у національній економіці.

Вітчизняні науковці [103, с.166–167; 124, с.8] виділяють переваги обрання валютного курсу проміжною ціллю монетарної політики. По-перше, якщо валютний курс фіксований, він сприймається громадськістю як правило монетарної політики центрального банку і водночас збільшує її транспарентність. По-друге, коли курс національної валюти прив’язаний до валюти іншої країни з низьким та стабільним рівнем інфляції, то монетарний устрій, що базується на таргетуванні обмінного курсу, забезпечуватиме зниження інфляційних очікувань до рівня країни, до якої прив’язана валюта. По-третє, фіксований валютний курс зменшує трансакційні витрати і непевність у міжнародній торгівлі, тим самим стимулюючи останню. До переваг цього монетарного режиму відносять і простоту його застосування,

оскільки за звичайних умов за допомогою валютних інтервенцій монетарний регулятор легко контролює курс національної валюти.

Водночас таргетування обмінного курсу як монетарна стратегія центрального банку має й певні недоліки в застосуванні [103, с.167–168; 124, с.8–9]. Фіксація валютного курсу за відносно вільного руху капітального рахунку платіжного балансу стимулює експансію комерційних кредитів, а це, своєю чергою, призводить до валютних дисбалансів і може стати причиною виникнення фінансової кризи. Валютне таргетування обмежує центральний банк у реалізації монетарної політики для відповіді на внутрішні та зовнішні шоки, відбувається суттєве зростання значення фіскальної політики. Країни з фіксованим курсом стають схильними до спекуляцій проти їхніх валют, особливо беручи до уваги зростання мобільності капіталів, що є результатом глобалізації світової економіки. Особливу небезпеку несе таргетування обмінного курсу для країн з високим рівнем доларизації та значним зовнішнім боргом.

Відповідно до де-факто класифікації МВФ, поданої у Щорічному звіті про валютні режими і обмеження (*Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*), виділяють такі режими, що базуються на таргетуванні обмінного курсу [200]:

- режим обмінного курсу без суверенного платіжного засобу (*exchange arrangements with no separate legal tender*). За такого режиму, валюта іншої країни є єдиним законним засобом платежу (формальна доларизація), або країна належить до монетарного чи валютного союзу, в якому циркулює такий же, як і в союзі, засіб платежу. Встановлення такого режиму передбачає цілковиту відмову від контролю над внутрішньою монетарною політикою;
- режим валютного бюро (*currency board policy*). Цей режим вимагає надання підтвердження з боку представників влади про чинний де-юре режим валютної політики в країні. Також передбачає експліцитне законодавче зобов'язання обмінювати національну валюту на іноземну за

твердим валютним курсом у поєднанні з обмеженнями емісійних органів на виконання їх законних зобов'язань. Національна валюта випускається лише відповідно до обсягу іноземної валюти і повністю підкріплюється валютними резервами, залишається лише незначна свобода для дискреційної монетарної політики і повністю виключаються такі традиційні функції центрального банку як здійснення монетарного контролю і кредитора останньої інстанції. Певна гнучкість може мати місце залежно від жорсткості вимог установленого валютного бюро;

– режим звичайної прив'язки (*conventional pegged arrangement*). Країна де-юре прив'язує свою валюту за фіксованим курсом до валюти іншої країни або до кошика валют країн – її найбільших торговельних і фінансових партнерів. У такому випадку вага кожної валюти визначається обсягами торгівлі товарами та послугами з кожною країною та розподілом потоків капіталу між ними. Якір валютної політики або питома вага валют у кошику, до якого країна прив'язує свою валюту, повідомляються МВФ і є загальновідомими. Для підтримки фіксованого паритету центральний банк може вдаватися до прямих інтервенцій або опосередкованого впливу – через використання процентної політики, валютного контролю, запровадження валютних обмежень, проведення інформаційної роботи для стимулювання економічних суб'єктів до обмеження використання іноземної валюти або шляхом втручання з боку інших державних установ. Центральний банк не бере на себе зобов'язання щодо незмінного утримання паритету між валютами, натомість режим валютного курсу має підтверджуватися емпірично, зокрема обмінний курс має коливатися в межах діапазону 1% або менше відносно центрального курсу, або різниця між максимальним і мінімальним значенням обмінного курсу спот-ринку має перебувати у вузькому діапазоні до 2% як мінімум 6 місяців;

– режим стабілізації курсу (*stabilized arrangement*). В межах цього режиму передбачається діапазон відхилень обмінного курсу спот-ринку – 2% протягом 6 місяців та більше (винятком можуть бути лише особливі випадки,

пов'язані з необхідністю втручання та коригування курсу), натомість обмінний курс спот-ринку не є плаваючим. Валютний курс може прив'язуватися до однієї валюти або до кошика валют, які визначені та обґрунтовані за допомогою статистичних методів. Країна має відповідати статистичним критеріям цього режиму, а курс її валюти повинен залишатися стабільним завдяки діям влади. Проте цей режим не передбачає надання зобов'язань щодо утримання валютного курсу з боку органів влади;

– режим повзучої прив'язки (*crawling peg*). З боку органів влади країни вимагається офіційне підтвердження щодо використання цього режиму де-юре. Цей режим передбачає незначне коригування курсу валюти у фіксованому визначеному розмірі або у відповідь на зміни деяких кількісних показників (різниці в рівнях інфляції за певний минулий період із країнами – основними торговельними партнерами, різниці між рівнем інфляції та очікуваною інфляцією в країнах – основних торговельних партнерах). Розмір коригувань валютного курсу може враховувати зміни інфляції (зважаючи на тенденції минулого періоду), встановлюватися в фіксованому розмірі або враховувати прогнозований рівень інфляції. Правила та параметри встановлення розміру коригувань валютного курсу мають бути публічними або повідомленими МВФ;

– режим із можливістю коригування курсу (*crawl-like arrangement*). Зміна валютного курсу має залишатися в межах вузького діапазону у 2% та відповідати тенденціям змін основних чинників, що впливають на курсоутворення, протягом 6 місяців та більше. Такий режим не може розглядатися як плаваючий. Зазвичай у рамках режиму з можливістю коригування валютного курсу розмір коливань валютного курсу є більшим порівняно з режимом стабілізації курсу. Водночас режим валютного курсу може вважатися режимом з можливістю коригування курсу навіть якщо річний діапазон зміни курсу становить принаймні 1% за умови, що валютний курс постійно дооцінюється та знецінюється;

– режим фіксованої прив’язки з коридором (*pegged exchange rate within horizontal bands*). Необхідне офіційне визнання з боку органів державної влади щодо впровадження цього режиму, в межах якого курс валюти має підтримуватися в межах діапазону щонайменше $\pm 1\%$ відносно фіксованого центрального курсу або різниця між максимальним і мінімальним значенням обмінного курсу перевищує 2%. Центральний курс та ширина коридору є публічними або повідомленими МВФ.

Режим монетарного таргетування ґрунтується на кількісній теорії грошей, яка передбачає існування в економіці тісного зв’язку між зміною пропозиції грошей та інфляцією. За такого режиму забезпечення цінової стабільності досягається шляхом встановлення кількісної проміжної цілі за певним грошовим агрегатом.

Для успішної реалізації центральним банком стратегії монетарного таргетування необхідно, передусім, щоб попит на гроші всередині країни був стабільним. Тобто швидкість обігу грошей повинна бути приблизно на одному рівні упродовж визначеного горизонту таргетування. Іншою умовою ефективності такого режиму є суттєвий вплив на зміну грошової маси в обігу (особливо “широких” грошових агрегатів – M2 і M3) з боку центрального банку. Виконання цих умов ускладнюється структурними змінами в економіці та на фінансових ринках, наявністю вільних виробничих потужностей та робочої сили, існуванням значного тіньового сектору, значною доларизацією та іншими чинниками [66, с.69–70; 103, с.177].

До переваг застосування підходу монетарного таргетування відносять [102, с.353–354]:

- автономію монетарної політики: центральний банк зосереджує свої зусилля на реалізації внутрішніх інтересів національної економіки;
- передбачуваність та прозорість дій центрального банку;
- часткове вирішення проблеми неузгодженої в часі монетарної політики;
- легкість управління “вужькими” грошовими агрегатами (M0 і M1);

- легкість реалізації (не вимагає складних економічних моделей та процедур);
- проста форма підзвітності монетарної влади.

С. Моїсєєв виділяє також низку недоліків, що супроводжують використання монетарного таргетування. По-перше, відсутність стійкого та передбачуваного зв'язку між проміжними цілями монетарної політики (грошовими агрегатами) та інфляцією. По-друге, недостатній вплив центрального банку на “широкі” грошові агрегати. По-третє, низький рівень відповідальності центрального банку перед суспільством за досягнення цільових орієнтирів, оскільки вони можуть бути змінені у зв'язку зі зміною ситуації в економіці. Окрім вищевказаного, недостатня інформаційна ефективність: інформація щодо динаміки грошової маси не відіграє значної ролі при прийнятті економічними суб'єктами інвестиційних та інших рішень [102, с.354].

Серед країн, антиінфляційна політика яких базувалась на режимі монетарного таргетування і була відносно успішною, Словенія, Німеччина та Швейцарія. Досвід цих країн свідчить, що дотримання монетарних агрегатів відповідно до встановлених орієнтирів будь-якою ціною, скоріш за все, матиме негативний результат у перспективі. Також важливу роль відіграє комунікаційна політика центрального банку. Попри часті зміни у проміжних цілях, прозорість дій центральних банків цих країн сприяла підтриманню довіри до їх діяльності. Таким чином, успішність стратегії монетарного таргетування базується на гнучкості, прозорості та підзвітності монетарної влади при реалізації антиінфляційної політики [66, с.70–71].

Більш популярним серед країн з розвинутою ринковою економікою є режим інфляційного таргетування. Перша хвиля запровадження режиму інфляційного таргетування розпочалась у грудні 1989 р. з Нової Зеландії і завершилась Іспанією у січні 1995 р. За цей період такі країни як Австралія, Канада, Чилі, Ізраїль, Швеція і Великобританія також перейшли до таргетування інфляції. У січні 1998 р. з Чеської Республіки розпочалась друга

хвиля, яка охопила ще понад десяток країн, серед яких Бразилія, Колумбія, Мексика, Норвегія, Угорщина, Польща, Ісландія та інші [66, с.80–82].

Узагальнивши різні визначення, О. Петрик тлумачить систему інфляційного таргетування як “концептуальну систему монетарного устрою, яка характеризується публічним проголошенням офіційної кількісної цілі щодо інфляції (або інтервалу) на середньострокову перспективу (на період або кілька періодів, через які дія основного інструменту монетарної політики – відсоткової ставки – набуває найбільшого впливу на інфляцію) та чітким розумінням і впевненістю в тому, що низька і стабільна інфляція є основною ціллю монетарної політики у довгостроковому періоді” [66, с.73].

Стратегія реалізації монетарної політики, що передбачає таргетування інфляції, складається з наступних основних елементів [4, с.23]:

- публічне оголошення кількісних цілей щодо інфляції на середньострокову перспективу;
- інституційне забезпечення визначення цінової стабільності як пріоритетної мети монетарної політики;
- інформаційна стратегія, що ґрунтується на використанні різних змінних для прийняття рішень щодо застосування монетарних інструментів;
- посилення підзвітності центрального банку щодо стратегії монетарної політики шляхом комунікацій з економічними агентами;
- підвищення відповідальності монетарної влади за досягнення цільових значень інфляції.

Характерними рисами режиму таргетування інфляції є [211, с.56]: оголошення центральним банком кількісно визначеного орієнтиру інфляції, стриманість у згладжуванні інфляційних коливань задля мінімізації негативного впливу на зайнятість, прозорість діяльності центрального банку щодо його політики та вибору інструментів її реалізації, законодавчо визначені механізми забезпечення відповідальності монетарної влади за динаміку інфляції. Система таргетування інфляції також передбачає регулярну комунікацію з громадськістю (оголошення прогнозів, намірів,

звітів тощо). Такі систематичні публікації мають вагомий вплив на інфляційні очікування економічних агентів [219, с.9]. Передусім, вони дають змогу відстежувати виконання центральним банком його зобов'язань. Крім того, чіткіше окреслюються очікування щодо майбутніх заходів монетарної політики, оскільки дозволяють простежити, як центральний банк реагує на розвиток подій у різних ситуаціях. І, найголовніше те, що ці публікації безпосередньо впливають на інфляційні очікування і можуть закріпити середньострокові очікування.

Режим інфляційного таргетування все частіше використовується центральними банками розвинених країн та країн, що розвиваються. Причиною цього є низка переваг цього монетарного підходу. Принцип таргетування інфляції, як і таргетування обмінного курсу є очевидним і не вимагає додаткових пояснень для економічних суб'єктів. Чітко встановлені кількісні орієнтири темпів інфляції підвищують відповідальність центрального банку і сприяють розв'язанню проблеми непослідовності у монетарній політиці. Також таргетування інфляції дає можливість центральному банку гнучко реагувати на макроекономічні зміни за допомогою монетарного регулювання.

Водночас цей режим монетарної політики має певні недоліки, що пов'язані з рівнем інфляції [4, с.23–24]. Насамперед, центральний банк не може безпосередньо контролювати інфляцію і його вплив лише за допомогою монетарних інструментів на рівень інфляції може бути недостатнім, оскільки при досягненні низьких темпів інфляції зростає вплив на ціни обмінного курсу, структурних змін в економіці, зовнішніх шоків тощо. Іншим недоліком є лаг – часова затримка між застосуванням монетарних інструментів і змінами загального рівня цін. Тривалість лагу важко передбачити, тому це значна перешкода, особливо у період загострення кризових явищ, коли від оперативності монетарних заходів залежить успішність стабілізації національної економіки.

Упродовж кількох останніх років в академічних колах активно обговорюється режим монетарної стратегії, що передбачає таргетування номінального ВВП. Серед прихильників ідеї обрання як проміжної цілі монетарної політики центрального банку певного рівня або тренду номінального внутрішнього продукту С. Самнер, П. Кругман, К. Ромер та інші.

Характерними рисами таргетування номінального ВВП є [169; 212; 213]:

– головною метою центрального банку стає досягнення певного рівня номінального ВВП. Це певний довгостроковий рівень, що відповідає довгостроковому тренду рівня цін (інфляції) і довгостроковому тренду рівня реального ВВП. Така політика характеризується “залежністю від історії” (*history dependence*). У якості практичної політики, за певних умов, допускається також таргетування не рівня, а темпу зростання номінального ВВП;

– при таргетуванні номінального ВВП змішаний характер мети центрального банку (балансування між інфляцією і розривом ВВП) розкривається повною мірою. Перевага цієї політики в тому, що центральний банк не має необхідності чітко визначати свої переваги між інфляцією і розривом ВВП. Головна відмінність від таргетування інфляції, в плані “подвійного мандату” центрального банку у тому, що допускається (неявне) підвищення цілі щодо інфляції в короткостроковій перспективі при нульових відсоткових ставках. При таргетуванні інфляції підвищення таргету вкрай небажане, тому що не тільки знижує довіру до політики центрального банку, а й загрожує втратою контролю над інфляцією (інвестори і населення можуть очікувати, що центральний банк в майбутньому захоче повернутися до більш низької інфляції і не змінять своїх очікувань);

– при таргетуванні номінального ВВП центральний банк також прагне до підтримки трендової інфляції лише в довгостроковій перспективі, але він

більш мобільний, допускаючи можливість підвищення таргету по інфляції в короткостроковій перспективі;

– при таргетуванні номінального ВВП очікування – також основний об’єкт впливу центрального банку, як і при таргетуванні інфляції. Очікуванням відводиться важлива роль у механізмі впливу політики на економіку і на прийнятті економічними суб’єктами рішення. Але ці очікування стосуються як інфляції, так і перспектив зростання економіки. Перевага таргетування ВВП полягає і в тому, що в міру наближення до мети, загалом автоматично надсилається сигнал, що політика поступово буде посилюватися, і центральний банк розпочне цикл підвищення ставок. Тобто таргет по інфляції автоматично (неявно) знижуватиметься. Механізм такий: чим більші темпи зростання реального ВВП, тим вищі і темпи інфляції, тим швидше економіка досягне мети. Досягнення мети супроводжуватиметься більш високою інфляцією, при заданих (на рівні потенціалу) темпах зростання реального ВВП. У міру наближення до мети, центральний банк вдасться до жорсткої політики, і таким чином інфляція буде на довгостроковому рівні.

Отже, вплив центрального банку на ситуацію на грошово-кредитному ринку відбувається через систему каналів монетарного трансмісійного механізму. Своєю чергою, підтримання стабільно низького рівня інфляції та забезпечення умов для економічного зростання економіки залежить від обрання оптимального монетарного режиму.

Висновки до розділу 1

Економічні процеси у ринковій економіці супроводжуються постійним чергуванням спадів та піднесення ділової активності. Науковці різних країн та шкіл намагаються з'ясувати причини виникнення економічних коливань, щоб забезпечити досягнення макроекономічної стабільності національної економіки і підтримання сталого економічного зростання. Питання про роль держави у стабілізації економіки залишається одним із найбільш гострих в економічній науці. Попри різноманітність думок, стабілізаційна політика уряду сьогодні відіграє ключову роль у згладжуванні коливань ділової активності в економіці.

Процес реалізації стабілізаційної політики супроводжується низкою дискусійних питань, зокрема, вибору на користь активної чи пасивної політики, а також вибору між дотриманням заздалегідь визначених правил та політикою, що ґрунтується на свободі дій. Більшість науковців схиляються до активної політики уряду, в той час як ключовими аргументами їхніх опонентів є наявність тривалих часових лагів та суттєвий вплив очікувань економічних суб'єктів у процесі реалізації стабілізаційних заходів. Проблема вибору між правилами та свободою дій пов'язана із відомою проблемою непослідовності політики. Прихильники політики, що базується на свободі дій, виступають проти встановлення чітких правил. Вони вважають, що політика є більш ефективною, якщо стабілізаційні заходи спроможні гнучко та адекватно реагувати на коливання економічної кон'юнктури.

Різні школи економічної думки досліджували роль держави та значення монетарних інструментів у процесі стабілізації економіки країни. Класики наполягали на саморегульованості економіки, тому монетарні інструменти залишали поза увагою. На противагу класичним поглядам, представники кейнсіанства не вважали економіку здатною до саморегуляції, хоча надавали пріоритет бюджетному, а не монетарному регулюванню. М. Фрідман та прихильники монетаризму вважали монетарні інструменти найефективнішим засобом стабілізаційної політики держави. Хоча науковці досліджують

питання ефективності та особливостей використання монетарних важелів впливу центрального банку протягом тривалого часу, їхні уявлення щодо цього питання змінюються і залишаються предметом дискусій.

Необхідність державних механізмів макроекономічного регулювання сьогодні є загальноновизнаною, а їх частка у співвідношенні з ринковими визначається відповідно до конкретної ситуації у національній економіці. Успішність монетарної складової стабілізаційної політики залежатиме від того, до реалізації якого різновиду політики (активної чи пасивної) вдасться центральний банк, дотримуватиметься він правил чи надасть перевагу свободі дій, використання яких монетарних інструментів визначить пріоритетним.

Монетарна політика центрального банку як складова стабілізаційної політики має достатньо широкий арсенал засобів впливу на економічну динаміку в країні. Використання різних інструментів варіюється залежно від спрямованості економічного розвитку країни, ступеня відкритості економіки, рівня розвиненості грошового ринку, особливостей національної банківської системи, конкретних умов тощо. Традиційними монетарними інструментами є операції на відкритому ринку, зміна облікової ставки та зміна норми резервування. Кожен з цих інструментів має свої переваги та недоліки.

Важливою умовою забезпечення стабільності національної економіки є обрання оптимального монетарного режиму, зокрема це може бути монетарний режим без явного номінального якоря, монетарне таргетування, таргетування валютного курсу, інфляції чи номінального ВВП. Центральний банк впливає на економічні процеси через монетарний трансмісійний механізм, складовими якого є процентний канал, кредитний канал, канал валютного курсу (у складі каналу цін активів) та канал очікувань економічних суб'єктів. Суть передавального механізму полягає у зміні використання центральним банком монетарних інструментів для впливу на фінансову кон'юнктуру, а далі через відповідні канали на макроекономічні змінні, що відображають стан реального сектору економіки.

РОЗДІЛ 2

МАКРОЕКОНОМІЧНА ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ ВИКОРИСТАННЯ МОНЕТАРНИХ ІНСТРУМЕНТІВ В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ

2.1. Оцінка впливу монетарного інструментарію Національного банку України на кредитування реального сектору економіки

Зі здобуттям Україною незалежності розпочався перехід від адміністративно-командної до ринкової економіки. Цей процес супроводжувався глибинними змінами у різних сферах економічного життя, в тому числі і переходом до нового типу макроекономічного регулювання. Для успішної перебудови економіки країни відповідно до ринкових засад Україні необхідно було, у тому числі, в короткий термін трансформувати фінансову систему, банківську справу, монетарну політику та валютний ринок. Зокрема, одне з основних завдань полягало у створенні центрального банку і банківської системи ринкового типу.

Банківські установи радянського періоду відрізнялися від ринкових фінансових посередників і відігравали роль фінансових контролерів у плановій економіці. Напрямок і обсяги кредитів регулювалися кредитними планами Держбанку СРСР, а за допомогою плану грошової емісії або касового плану Держбанку СРСР визначалися принципи постачання готівки населенню. Підприємствам дозволялось мати готівку лише для виплати заробітної плати. Прибутки населення отримувало у формі готівки, за яку мало можливість придбати необхідні товари та послуги. Основним завданням фінансової політики радянської економіки було залучення готівки від населення в банківську систему [122, с.2]. Кошти, вкладені в ощадні каси, розміщувалися в центральному банку, після чого використовувалися державою для фінансування своїх операцій.

Банківська система СРСР була однорівневою, де Держбанк виконував функції центрального банку (здійснював загальний розподіл готівки та

кредитних ресурсів) та більшість функцій комерційного банку (надавав кредити підприємствам, здійснював розрахунки між суб'єктами господарювання). У період 1987–1988 рр. реформи і структурні зміни мали на меті створення дворівневої банківської системи. У результаті реформ окрім двох спеціалізованих банків (Будбанк СРСР і Зовнішторгбанк СРСР) було засновано ще три нових – Агропромбанк, Промбудбанк і Банк соціальних капіталовкладень (Житлосоцбанк), завдання яких полягало в наданні кредитів підприємствам відповідних галузей [122, с.3]. Після розпаду СРСР і проголошення незалежності Україна взялась за розбудову власної фінансової, банківської та валютної систем відповідно до ринкових засад.

Становлення центрального банку як особливого органу центрального управління, незалежної України відбувалось у складних умовах перехідного періоду. Правовий статус Національного банку визначається Конституцією України, а з прийняттям у 1999 р. Закону “Про Національний банк України” чітко визначено його завдання, функції, повноваження та принципи організації. Оскільки загальні характеристики основних монетарних інструментів з'ясовано у підрозділі 1.2, розгляньмо далі лише особливості та законодавче забезпечення засобів, що є у розпорядженні центрального банку країни.

Згідно Закону України “Про Національний банк України” основними економічними засобами і методами грошово-кредитної політики є регулювання обсягу грошової маси через:

- визначення та регулювання норм обов'язкових резервів для комерційних банків;
- процентну політику;
- рефінансування комерційних банків;
- управління золотовалютними резервами;
- операції з цінними паперами (крім цінних паперів, що підтверджують корпоративні права), у тому числі з казначейськими зобов'язаннями, на відкритому ринку;

- регулювання імпорту та експорту капіталу;
- запровадження на строк до шести місяців вимоги щодо обов'язкового продажу частини надходжень в іноземній валюті;
- зміна строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів;
- емісію власних боргових зобов'язань та операції з ними [140].

Основні принципи проведення процентної політики визначені в Положенні “Про процентну політику Національного банку України” [125]. У цьому Положенні зазначено, що процентна політика Національного банку – це регулювання Національним банком попиту та пропозиції на грошові кошти як через зміну процентних ставок за своїми операціями, так і шляхом рекомендацій щодо встановлення процентних ставок за активними та пасивними операціями банків з метою впливу на процентні ставки суб'єктів грошово-кредитного ринку та дохідність фінансових операцій. Кінцевою метою процентної політики є вплив на процентні ставки в усіх сегментах економічних процесів.

Відповідно до ст. 2 згаданого положення, Національний банк з метою ефективного управління грошово-кредитним ринком, обсягами грошової маси в обігу та виконання функцій кредитора останньої інстанції встановлює за своїми операціями такі процентні ставки [125]: облікову, за кредитами овернайт, рефінансування, за депозитами овернайт та залучення тимчасово вільних коштів банків.

Облікова ставка Національного банку – один з монетарних інструментів, за допомогою якого Національний банк встановлює для суб'єктів грошово-кредитного ринку орієнтир щодо вартості залучених та розміщених грошових коштів на відповідний період і є основною процентною ставкою, яка залежить від процесів, що відбуваються в макроекономічній і бюджетній сферах та на грошово-кредитному ринку. Облікова ставка є основною процентною ставкою Національного банку України [125]. Розмір облікової ставки визначається із дотриманням таких основних принципів:

- облікова ставка використовується Національним банком одночасно як засіб реалізації грошово-кредитної політики та орієнтир ціни на гроші;
- облікова ставка є одним із чинників, що характеризують основні напрями змін грошово-кредитного регулювання;
- облікова ставка є найнижчою серед процентних ставок, за якими Національний банк може підтримати ліквідність банків.

Визначення рівня та характеру змін облікової ставки Національного банку залежить від загальних тенденцій економічного розвитку, перебігу макроекономічних та бюджетних процесів, стану грошово-кредитного ринку. Розмір облікової ставки розглядається Комітетом з монетарних питань Національного банку, затверджується рішенням Правління Національного банку та діє до її зміни.

Ставка за кредитами овернайт – процентна ставка, за якою Національний банк надає банкам кредити строком на один робочий день з метою згладжування тимчасових коливань ліквідності банків та оперативного регулювання грошово-кредитного ринку. Її розмір визначається Національним банком на основі облікової ставки з урахуванням поточної ситуації на грошово-кредитному ринку, аналізі процентних ставок на міжбанківському кредитному ринку, попиту і можливої пропозиції щодо випуску Національним банком в обіг коштів [125]. Розмір процентної ставки за кредитами овернайт може бути диференційованим.

Ставка рефінансування – це процентна ставка, за якою Національний банк надає банкам на визначений строк кредити рефінансування. Національний банк встановлює процентну ставку за кредитами рефінансування (ставку рефінансування) під час проведення з банками кількісного тендера, яка визначається на основі облікової ставки та залежно від строку та виду рефінансування і не може бути меншою, ніж облікова ставка. Національний банк може встановлювати процентну ставку рефінансування за результатами проведення процентних тендерів залежно від пропозиції вартості на кошти Національного банку, що надходять від

банків. На процентному тендері заявки банків задовольняються відповідно до зниження запропонованої в них процентної ставки, починаючи із найвищої, і далі поступово до закінчення запропонованого Національним банком обсягу кредитів або задоволення всіх заявок банків [125].

Ставка за депозитами овернайт – процентна ставка, за якою Національний банк залучає тимчасово вільні кошти банків строком на один робочий день. Ставка залучення тимчасово вільних коштів банків – процентна ставка, за якою Національний банк залучає тимчасово вільні кошти банків відповідно до визначених строків понад один робочий день шляхом розміщення депозитних сертифікатів з метою вилучення надлишкових коштів банків, регулюючи обсяг грошової маси в обігу. Розмір процентної ставки за розміщеними депозитними сертифікатами встановлюється диференційовано відповідно до строків залучення коштів. Визначення процентної ставки за коштами, що мобілізуються Національним банком шляхом випуску депозитних сертифікатів, залежить від стану та прогнозного обсягу загальної ліквідності банків, кон'юнктурних очікувань ринку та терміну вилучення коштів з обігу.

За умови проведення тендеру з оголошенням загального обсягу коштів, що залучаються Національним банком без визначення ціни залучення, банки самостійно пропонують процентну ставку, за якою вони погоджуються вкласти кошти в депозитний сертифікат. Національний банк здійснює розміщення депозитних сертифікатів у межах оголошеного обсягу коштів і самостійно визначає прийнятну процентну ставку, починаючи з найменшої запропонованої. У разі проведення такого розміщення Національний банк орієнтується на тенденції та динаміку процентних ставок на міжбанківському ринку.

Усі офіційні процентні ставки є встановленим розміром плати за розміщені чи залучені кошти, що встановлюється Національним банком як важіль впливу на економічні процеси, застосовується у сферах економіки,

банківської та зовнішньоекономічної діяльності, а також як інструмент в антиінфляційних заходах.

Національний банк визначає перелічені процентні ставки за своїми операціями на щоденній основі. Встановленню офіційних ставок передують комплексний аналіз чинників, що впливають на коливання вартості грошей і тенденцій розвитку економічних процесів, визначення системи тактичних і проміжних цілей у грошово-кредитній політиці для збалансування попиту і пропозиції на гроші.

З урахуванням ситуації на грошово-кредитному ринку Національний банк може рекомендувати банкам при проведенні пасивних та активних операцій застосовувати індикативні розміри процентних ставок. Індикативним є рекомендований орієнтовний розмір процентних ставок для банків щодо проведення ними операцій із залучення та розміщення коштів.

Ще одним важелем проведення процентної політики можуть бути обмеження, які встановлюються Національним банком України на процентні ставки грошово-кредитного ринку. Зокрема, Національний банк України використовує такі обмеження:

- щодо максимальної процентної ставки за залученими коштами на умовах субординованого боргу; максимальна ставка при цьому встановлюється диференційовано залежно від валюти та строку залучених субординованих коштів [134];
- щодо максимальної процентної ставки за зовнішніми запозиченнями резидентів. Розмір максимальної вартості запозичень для резидентів на міжнародних фінансових ринках обмежується залежно від виду залучених коштів, виду процентної ставки (фіксована і плаваюча) та строків запозичень (до 1 року, 1–3 роки, понад 3 роки) [135]. Таке обмеження зумовлене необхідністю заходів щодо недопущення безпідставного відпливу капіталу за межі України у вигляді виплати резидентами-позичальниками завищених процентів за користування кредитами, позиками в іноземній валюті,

залученими від нерезидентів, а також підтримання стабільності грошової одиниці України.

Відповідно до Положення “Про регулювання Національним банком України ліквідності банків України” від 30 квітня 2009 р. № 259 Національний банк для регулювання ліквідності банків, виконання функції кредитора останньої інстанції, з урахуванням поточної ситуації на грошово-кредитному ринку застосовує такі інструменти [126]:

- операції з рефінансування (постійно діюча лінія рефінансування для надання банкам кредитів овернайт, кредити рефінансування);
- операції репо (операції прямого репо, операції зворотного репо);
- операції з власними борговими зобов’язаннями (деPOSITИТНІ СЕРТИФІКАТИ овернайт та до 90 днів);
- операції з державними облігаціями України.

Рефінансування – це операції Національного банку з надання банкам кредитів у встановленому порядку. Економічна сутність рефінансування на мікрорівні полягає у підтримці ліквідності банків, а на макрорівні – у розширенні грошової маси в економіці країни. Кредити рефінансування для банків є джерелом тимчасових ліквідних коштів, доступність яких залежить від фінансового стану банків та цілей грошово-кредитної політики. Вони надаються банкам під відповідне забезпечення, перелік видів якого визначається центральним банком, виходячи із ситуації на грошово-кредитному ринку.

Операція зворотного репо – це депозитна операція, що ґрунтується на двосторонньому договорі між Національним банком та банком про продаж Національним банком зі свого портфеля державних облігацій України з одночасним зобов’язанням зворотного їх викупу в банків за обумовленою в договорі ціною та на обумовлену дату [126]. Операція прямого репо – це кредитна операція, що ґрунтується на двосторонньому договорі між Національним банком та банком про купівлю Національним банком державних облігацій України з портфеля банку або банківських металів з

подальшим зобов'язанням банку викупити державні облигації України або банківські метали за обумовленою ціною на обумовлену дату.

Депозитний сертифікат Національного банку – це один з монетарних інструментів, що є борговим цінним папером Національного банку в бездокументарній формі (з іменною ідентифікацією власників), який свідчить про розміщення в Національному банку коштів банків та їх право на отримання внесеної суми і процентів після закінчення встановленого строку. Депозитний сертифікат овернайт – борговий цінний папір Національного банку, який свідчить про розміщення банком коштів через постійно діючу лінію проведення тендерів з розміщення депозитних сертифікатів на термін до наступного робочого дня.

Операції з державними облигаціями України – це операції Національного банку України з купівлі або продажу державних облигацій України на торгах, які проводяться організаторами торгівлі цінних паперів, і на позабіржовому ринку [126]. На банківську ліквідність більший вплив мають позабіржові операції, що проводяться між НБУ та банком за ініціативою сторони, зацікавленої в терміновому проведенні операції з купівлі (продажу) цінних паперів. Крім зазначених операцій на відкритому ринку, Національний банк України може проводити операції двостороннього котирування державних облигацій України з обов'язковою гарантією їх викупу у власників у будь-який час [126].

Золотовалютні резерви – це сукупність високоліквідних валютних активів та монетарного золота, що знаходяться у розпорядженні центрального банку країни [9, с.185]. Серед основних завдань центрального банку стосовно формування структури золотовалютних резервів за складом валютних активів, які до них включаються, є: відповідність цієї структури спрямуванню платежів за зовнішньоекономічними операціями та обслуговуванню зовнішнього боргу; недопущення знецінення резервних активів унаслідок коливання курсів різних валют; забезпечення по

можливості прийняттого рівня дохідності вкладень, розміщених у валютних активах, за мінімального ризику [193, с.530].

Управління золотовалютними резервами держави забезпечується через валютні інтервенції, тобто купівлю-продаж валютних цінностей на валютних ринках з метою впливу на курс національної валюти щодо іноземних валют і на загальний попит та пропозицію грошей в Україні [140].

Національний банк відповідно до законодавства України про зовнішньоекономічну діяльність та систему валютного регулювання і валютного контролю регулює імпорт та експорт капіталу [140]. Регулювання імпорту та експорту капіталу є інструментом впливу на грошову масу в обігу, який застосовується НБУ через:

- реєстрацію імпорту та експорту капіталу;
- встановлення максимальних та мінімальних розмірів процентних ставок за іноземними депозитами в українських банках;
- встановлення для осіб, які мають борги перед нерезидентами, обов'язкового безпроцентного вкладення певної частини від суми цих боргових зобов'язань в уповноважених банках України.

Відповідно до Закону України “Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо розширення інструментів впливу на грошово-кредитний ринок” від 06.11.2012 р. одним із основних економічних засобів і методів грошово-кредитної політики Нацбанку є регулювання обсягу грошової маси шляхом введення на строк до шести місяців вимоги про обов'язковий продаж частини надходжень в іноземній валюті та зміни строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів [129].

Нарізних етапах монетарного розвитку України Національний банк віддавав перевагу різним видам інструментів, які використовував з більшим чи меншим успіхом. У перші роки незалежності грошово-кредитна політика Національного банку України в основному була спрямована на вирішення поточних політичних та соціально-економічних завдань держави, що призвело до усунення обмежень з нарощування пропозиції грошей і до

гіперінфляції (1992–1994 рр.). Характерною ознакою перших років трансформаційного періоду була політика фінансового стримування. Західні економісти, говорячи про фінансове стримування (з англ. *financial repression* – фінансове стримування, чи інакше фінансова репресія), мають на увазі набір законодавчих актів, політичних заходів і неформальних засобів регулювання, які спричиняють спотворення цін фінансових ресурсів (процентних ставок та валютного курсу) і унеможливають повноцінне функціонування фінансових посередників [209, р.3].

Політика фінансового стримування характеризується вибірковою кредитною політикою і валютним регулюванням. Основними її інструментами є високі норми резервних вимог та обмеження процентних ставок [101, с.39]. Уряди країн що розвиваються здійснюють таку політику в основному задля отримання ресурсів для фінансування дефіциту бюджету. В Україні підставою для проведення політики фінансового стримування стало прагнення уряду забезпечити достатніми фінансовими ресурсами окремі підприємства та галузі.

В Україні як суб'єкти господарювання, так і органи виконавчої та законодавчої влади бажали отримувати кредитні кошти або безкоштовно, або за дуже низьку плату. Тому у 1992–1994 рр. вся безготівкова кредитна емісія Національного банку спрямовувалася на кредитування деяких галузей, підприємств та Міністерства фінансів України за окремими рішеннями Верховної Ради України з визначенням плати за кредитні кошти, яка не відповідала наявній економічній ситуації та вартості національних грошей [39, с.13–14].

Відповідно до постанов Верховної Ради України у 1992 р. комерційним банкам було видано кредитів на загальну суму 670 млрд. крб., із них на поповнення обігових коштів державних підприємств та організацій з їх подальшим віднесенням на внутрішній борг – 292 млрд. крб., у тому числі 50 млрд. крб., – для надання кредиту сільськогосподарським організаціям. У період з 1992 до 1995 р. структура безготівкової емісії НБУ мала наступний

вигляд: 69,9% становили прямі кредити Міністерству фінансів України, 17,5% спрямовано на кредитування комерційних банків та 12,5% – на купівлю іноземної валюти [38, с.14–15]. Після 1992 р. обсяги адресного кредитування почали зменшуватися і загальна сума цих кредитів у 1993 р. дорівнювала 8% ВВП, у 1994 р. – приблизно 2,5% ВВП. Починаючи з 1995 р., НБУ повністю відмовився від адресного кредитування, але уряд все ще продовжував чинити моральний тиск на комерційні банки для надання позик окремим підприємствам та галузям промисловості [64, с.59].

Розгляньмо, як за допомогою різних монетарних інструментів центральний банк впливає на ситуацію в реальному секторі економіки. Як зазначає О. Дзюблюк, норми обов'язкових резервів для комерційних банків є одним із основних монетарних інструментів НБУ та застосовуються в Україні з 1992 р., однак вони не мали впливу на стимулювання і збільшення обсягів інвестиційного кредитування реального сектору комерційними банками і використовувалися лише для підтримки їх ліквідності [52, с.18].

В Україні норма резервування (депонування) банками залучених коштів на окремому рахунку встановлювалася згідно з відповідними вказівками Держбанку СРСР, а з травня 1991 року – Національного банку України і становила: з 01.07.1989 р. – 5% (регулювання резервів на перше число місяця); з 01.08.1990 р. – 10%; з 01.02.1993 р. – 25%; з 01.05.1993 р. – 25% (середня норма) – встановлені диференційовані норми залежно від джерел залучених коштів, у тому числі: 25% – на розрахункові, поточні рахунки; 60% – кошти державного бюджету; 40% – кошти місцевих бюджетів; 20% – вклади населення, залучені на строк до 6 місяців [39, с.11].

З квітня 1997 р. встановлено уніфікований норматив резервування комерційних банків в НБУ для іноземної та національної валют у розмірі 11%. У зв'язку з кризою на фінансовому ринку в грудні 1997 р. ставки було піднято до 15%. Пізніше до обов'язкових резервів зараховувалися ОВДП, але уже з 1 липня 1998 р. Національний банк скасував залік ОВДП в рахунок обов'язкових резервів [170, с.59].

На Рис. 2.1 відображено динаміку норми обов'язкового резервування у період 1992–2008 рр. До 2000 р. норма резервних вимог для банків України в середньому була 15%. У 2001 р. з метою посилення стимулювальної спрямованості політики обов'язкових резервних вимог Національний банк ввів диференціацію норми резервування з урахуванням трьох критеріїв: термін залучення коштів (короткострокові чи довгострокові пасиви); валюта залучених коштів (національна чи іноземна валюта); категорія вкладника (фізичні особи чи юридичні).



Рис. 2.1. Норматив обов'язкового резервування коштів банків у НБУ на кінець періоду

Джерело: побудовано автором за [117].

На думку О. Дзюблюка, політика обов'язкових резервів на початок 2008 р. досягнула граничних меж ефективності з огляду на дві обставини [50, с.12]. По-перше, норми резервування були порівняно низькими і не мали помітного впливу на кредитну активність банків. По-друге, банки володіли значними обсягами вторинних резервів, що значно підвищувало їхню ліквідність і давало змогу практично не реагувати на будь-які зміни резервної політики Національного банку.

Потенціал впливу норми резервування як інструменту монетарної політики залежить від низки параметрів, таких як: звітний період

резервування; активи, що можуть зараховуватися для покриття резервів; об'єкти резервування; обсяги обов'язкових резервів, які мають щоденно зберігатися на рахунку в НБУ; нормативи обов'язкового резервування [156, с.42]. Аналізуючи використання обов'язкових резервних вимог для згладжування коливань ділової активності у вітчизняній економіці у 2001–2010 рр., Т. Савченко доходить висновку про мінімальність такого впливу [156, с.42].

Простежмо, як змінювалася ситуація з нормами резервування у період нестабільного розвитку вітчизняної економіки у 2008–2014 рр., який охоплює фінансово-економічну кризу 2008–2009 рр., посткризове відновлення і повторне погіршення стану економіки. Напередодні кризи нормативи обов'язкового резервування становили 0,5% за строковими депозитами нефінансових корпорацій та домогосподарств у національній валюті і 4% за аналогічними депозитами в іноземній валюті; за коштами на поточних рахунках і депозитами на вимогу ці нормативи досягали відповідно 1% і 5% (див. Додаток А). У розпалі кризових процесів на початку грудня 2008 р. Національний банк знизив нормативи резервування за усіма видами вкладів у національній валюті до 0%, і на цьому рівні вони залишалися до 30 грудня 2014 р. За строковими вкладками в іноземній валюті нормативи було знижено до 3%, проте вже на початку січня 2008 р. їх повернуто до рівня 4%, водночас за депозитами на вимогу відповідний показник підвищено до 7% (див. Рис. 2.2). Із 01.02.2009 р. НБУ ввів новий норматив обов'язкового резервування за коштами інших банків нерезидентів та інших небанківських фінансових посередників нерезидентів, ставку якого встановив на рівні 2%.

З другої половини 2011 р. Національний банк запровадив диференціацію нормативів резервування для вкладів в іноземній валюті залежно від терміну вкладу. Упродовж наступних трьох років нормативи за короткостроковими валютними депозитами поступово зросли з 6% до 10%, за довгостроковими – з 2% до 7%, а за коштами на поточних рахунках і депозитами на вимогу – з 8% до 10% для нефінансових корпорацій і з 8% до

15% для домогосподарств. Очевидно, що динамічне підвищення нормативів обов'язкового резервування за вкладами в іноземній валюті проводилося з метою стимулювання комерційних банків та економічних агентів до укладання депозитних угод переважно у національній валюті. З 31 грудня 2014 р. встановлено нові нормативи, без диференціації на іноземну та національну валюту. Зокрема, кошти вкладів (депозитів) юридичних і фізичних осіб у національній та іноземній валютах на вимогу і кошти на поточних рахунках – 6,5%, строкові кошти і вклади (депозити) юридичних і фізичних осіб у національній та іноземній валютах – 3,0% [139].

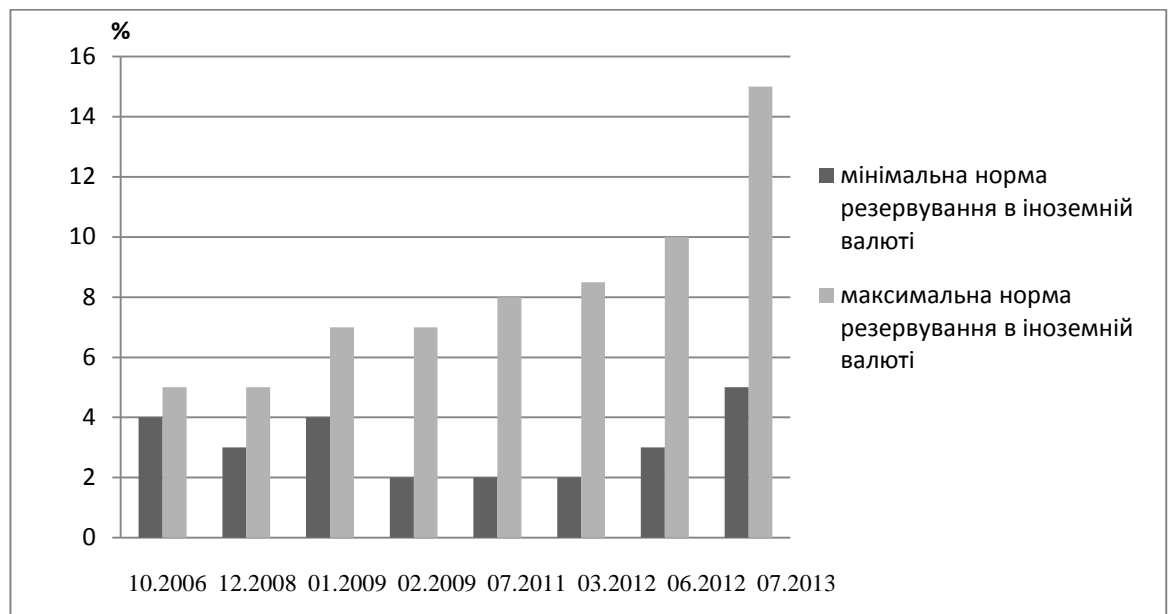


Рис. 2.2. Динаміка норми резервування в іноземній валюті у період 2008–2014 рр.

Джерело: побудовано автором за [117].

Водночас співвідношення обсягів обов'язкових резервів банків та обсягів їх кредитування засвідчило подальше зниження дієвості змін норми резервування як інструменту монетарної політики (див. Рис. 2.3). Якщо ще у першому кварталі 2006 р. відношення резервних коштів банків до їхніх вимог за наданими кредитами перевищувало 10,6%, то вже за підсумками 2007 р. цей показник становив лише 7,6%, а станом на грудень 2014 р. знизився до рівня 0,74%. Тобто, якщо існування обов'язкових резервів ще відіграє певну

страхову роль для забезпечення стійкості вітчизняної банківської системи, то про використання змін нормативів резервування для впливу на поведінку комерційних банків сьогодні говорити не доводиться.

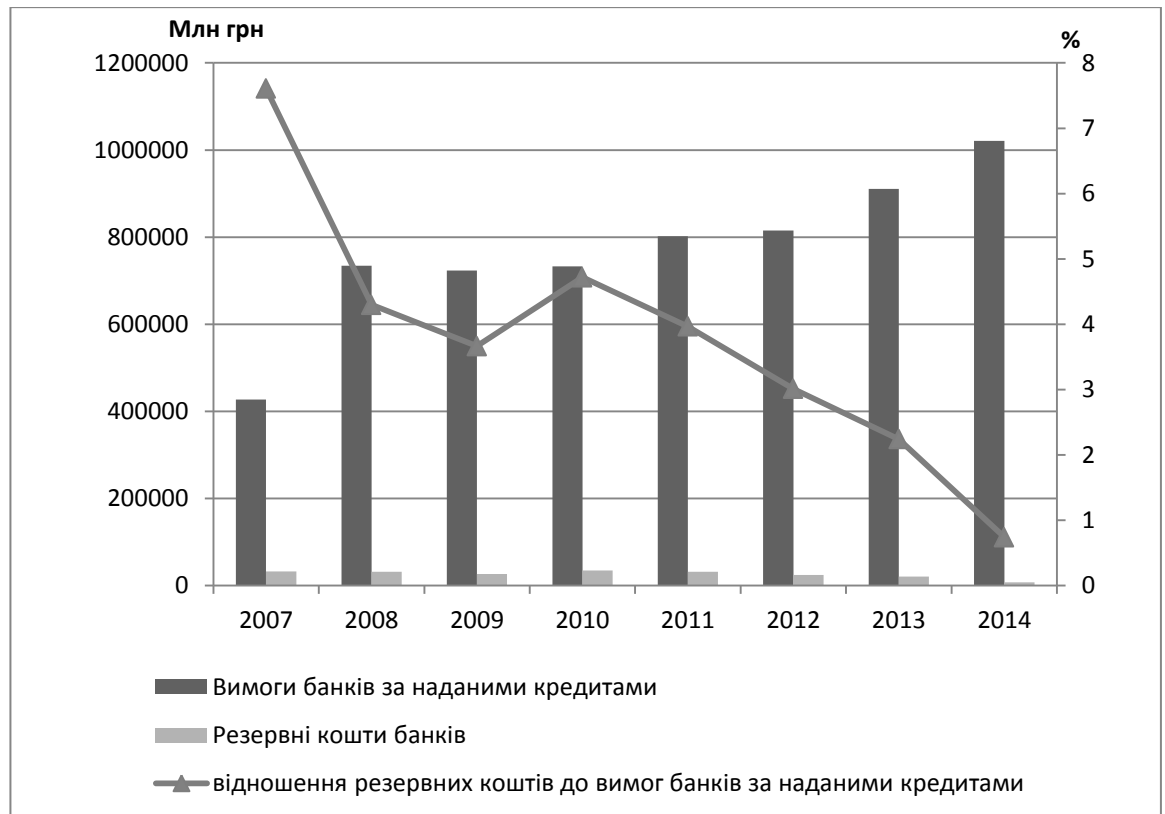


Рис. 2.3. Резервні кошти та вимоги банків за наданими кредитами у 2007–2014 рр.

Джерело: побудовано автором за [117].

Важливим інструментом стабілізаційної політики центрального банку є процентна політика. За допомогою облікової ставки як монетарного інструменту центральні банки країн впливають на вартість банківського кредиту. У періоди підвищеного попиту на кредитні ресурси і небезпеки “перегріву” економіки центральні банки вдаються до реалізації політики “дорогих грошей”, підвищуючи процентну ставку, у результаті чого, знижується попит комерційних банків на кредитні ресурси. І навпаки, у разі спаду економічної активності центральні банки проводять політику “дешевих грошей” – знижуючи процентну ставку, сприяють розширенню обсягу кредитування [187, с.47].

Монетарна політика Національного банку у 1992–1993 рр. мала експансіоністський характер [119, с.381; 187, с.52]. У цей період облікова ставка була суттєво нижчою рівня інфляції; проте, задля досягнення позитивного рівня процентних ставок на грошовому ринку, починаючи з другого півріччя 1993 р., Національний банк здійснив заходи щодо стримування зростання грошової маси в обігу. З травня облікову ставку було підвищено до рівня 240% річних. Однак пільгове кредитування окремих галузей економіки негативно позначалось на ефективності процентної політики. Фактичний рівень середньозваженої облікової ставки впродовж 1993 р. (68,5%) був суттєво нижчим встановленого (190%) через все нові кредитні емісії, які надходили у державний сектор економіки [187, с.52].

У 1995–1996 рр. відбулись суттєві зміни у процентній політиці Національного банку, зокрема облікову ставку було зменшено з 110% до 40%. Її коригування щодо зміни темпів інфляції та інфляційних очікувань відбувалось оперативніше, також скоротилась амплітуда коливань облікової ставки та досягнуто зближення її динаміки і рівня інфляції. З травня 1996 р. НБУ вимагав від комерційних банків обов'язкового коригування кредитних та депозитних ставок відповідно до змін офіційної процентної ставки. Таким чином, значне зниження рівнів інфляції та облікової ставки в цей період забезпечило зниження рівня процентних ставок комерційних банків і здешевлення кредитів [119, с.393–394].

Маючи на меті створення умов для зниження загального рівня процентних ставок в економіці, стимулювання зростання платоспроможного попиту на кредитні ресурси з боку реального сектору економіки, Національний банк з початку 1997 р. поступово знижував рівень облікової ставки з 40% на початку року до 16% у серпні. Проте, на думку окремих вітчизняних науковців, таке зниження облікової ставки було недостатньо обґрунтованим і не цілком відповідало економічній ситуації. За період з січня по серпень 1997 р. процентні ставки за кредитами знизилися у 1,5 рази, в той час як облікова ставка – у 2,5 рази [187, с.53]. Реальні процентні ставки за

кредитами і депозитами були додатними. Проте частина науковців вважає, що така ситуація була зумовлена не стільки процентною політикою НБУ, скільки сприятливим економічним середовищем (низькі темпи інфляції, стабільний валютний курс національної валюти, приплив коштів нерезидентів на ринок ОВДП тощо). Попри постійне зниження, процентні ставки в Україні 1997 р., були на 15–20% вищими, ніж на кредитних ринках сусідніх країн, в тому числі і Росії [120, с.315].

У Таблиці 2.1 представлено види процентних ставок та їх динаміку у період трансформаційного спаду 1992–1999 рр.

Таблиця 2.1

Динаміка процентних ставок НБУ у період 1992–1999 рр.

Показники	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Облікова ставка НБУ на кінець періоду, %	80	240	252	110	40	35	60	45
Процентна ставка рефінансування (середньозважена річна за всіма інструментами), %	...	68.5	124.9	82.1	51.8	25.2	52.7	44.0
- на кредитних аукціонах	-	-	264.0	83.0	52.6	21.7	-	-
- за ломбардними кредитами	-	-	-	110.0	64.4	31.4	54.4	61.1
- за операціями РЕПО	-	-	-	-	-	21.8	54.1	59.7
- за іншими механізмами	...	68.5	115.2	60.4	41.0	19.7	47.8	33.0
Процентні ставки банків за кредитами в національній валюті на кінець періоду, %	76.0	221.1	201.7	107.4	77.0	49.1	54.5	53.4

Джерело: [22].

Для відвернення жорсткої фінансової кризи наприкінці осені 1997 р. Національний банк України здійснив низку економічних і адміністративних заходів, спрямованих на стабілізацію, перш за все, валютного ринку. 21 та 24 листопада 1997 р. Нацбанк оголосив такі заходи [70, с.30–31]: облікова ставка була підвищена з 25% до 35% (до 15 листопада вона становила 16%); ставка ломбардного кредитування, що до 15 листопада становила 17%, була збільшена з 27% до 37%, та знову підвищена 11 грудня до 45%; резервні вимоги були збільшені з 11% до 15% з початку грудня; було дозволено необмежене використання банками ОВДП для формування резервів у НБУ; було заборонено використання ЛОРО-рахунків іноземних банків для спекулятивної торгівлі валютою, а також гривневе кредитування іноземних

банків; у грудні було дозволено використовувати ЛОРО-рахунки для придбання ОВДП строком 3 і більше місяців.

Такі заходи НБУ мали суттєво обмежувальний характер і ускладнювали розвиток банківського сектору. Тому вони мали право на існування лише протягом обмеженого проміжку часу. Однак саме завдяки їм вдалося за короткий час – до середини грудня 1997 р. – значною мірою стабілізувати ситуацію [70, с.31].

Цільові кредити у цей період більше не надавалися. Національний банк в основному через аукціони рефінансування, надавав комерційним банкам непрямі кредити. Окрім того, НБУ надавав короткострокові кредити комерційним банкам через ломбардне кредитування. Монетарна політика в Україні, після фінансової кризи влітку 1998 р., мала більш жорсткий характер; як наслідок, ломбардну ставку було підвищено до 92%, а облікову – до 82%. 21 грудня 1998 р. величину облікової та ломбардної ставки було встановлено на рівні 60% і 70% відповідно. З квітня наступного року ці ставки було скорочено відповідно до 57% та 67% і до 50% та 55% наприкінці квітня. Проте, ломбардні кредити не були популярними, так як комерційні банки, зазвичай, свої потреби короткострокової ліквідності покривали через міжбанківський кредитний ринок [170, с.59].

З 2000 р. в Україні відновилося економічне зростання, яке тривало до осені 2008 р. У Таблиці 2.2 подано дані щодо видів і динаміки процентних ставок у період динамічного зростання національної економіки.

Вже за підсумком 2000 р. реальний обсяг кредитування зріс на 29% (цей показник перевищив всі попередні аналогічні показники за часи незалежності України). Причиною розширення масштабів кредитування стало пожвавлення ділової активності, якому сприяла фінансова стабільність в економіці. Стійкість валютного ринку сприяла збільшенню частки кредитів у національній валюті [71, с.38].

Таблиця 2.2

Динаміка процентних ставок НБУ у період 2000 р.–жовтень 2008 р.

Показники	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008			
									I квартал	I півріччя	9 місяців	жовтень
Облікова ставка НБУ на кінець періоду, %	27.0	12.5	7.0	7.0	9.0	9.5	8.5	8.0	10.0	12.0	12.0	12.0
Процентна ставка рефінансування (середньозважена річна за всіма інструментами), %	29.6	20.2	9.2	8.0	16.1	14.7	11.5	10.1	14.7	15.4	15.3	15.2
- за ломбардними кредитами	30,9	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- за операціями РЕПО	28.0	22.0	11.7	8.0	13.5	12.0	10.7	-	14.5	14.7	15.2	15.5
- за кредитами овернайт	-	20.4	10.7	8.0	17.1	14.9	12.1	11.1	14.8	15.4	15.5	16.0
- за кредитами, наданими шляхом проведення тендера	-	16.5	9.2	8.3	13.0	12.9	10.4	10.0	15.2	15.5	15.7	16.8
- за кредитами, наданими для підтримання довгострокової ліквідності банків	-	-	8.0	7.0	7.0	-	-	-	-	-	-	-
- за стабілізаційними кредитами	-	-	-	-	14.9	15.0	-	-	-	-	-	-
- за кредитами своп	-	-	-	-	-	-	9.5	-	14.5	14.6	14.6	16.0
- за кредитами рефінансування під заставу майнових прав на кошти банківського вкладу (депозиту), розміщеного в НБУ	-	-	-	-	-	-	8.5	8.3	-	-	-	-
- за іншими механізмами	-	21.0	-	-	-	-	-	-	-	-	12.0	14.1
Процентні ставки банків за кредитами в національній валюті на кінець періоду, %	37.3	29.6	19.6	17.7	17.5	16.4	15.1	13.9	15.2	17.3	16.8	19.1

Джерело: [22].

Середньозважена процентна ставка за кредитами в гривнях протягом 2001 року зменшилася до 29,6% річних у грудні. Можна припустити, що таке скорочення передусім ґрунтувалося на сповільненні темпів інфляції. Проте

кредитні ставки знизилися меншою мірою, а це свідчить, по-перше, про очікування підвищення інфляції в середньостроковій перспективі; по-друге, про збільшення ризикованості в нарощуванні кредитного портфелю “старим” клієнтам, а також у роботі з “новими” клієнтами без кредитної історії; по-третє, про високий попит на кредити, що давав змогу банкам істотно розширювати кредитний портфель без істотного зменшення ціни кредиту. Як наслідок, реальна кредитна ставка не знизилася [72, с.17–18].

Спробуємо з’ясувати вагомість впливу реальної процентної ставки на обсяги кредитування реального сектору вітчизняної економіки з використанням математичних засобів. Одна з основних проблем, яка виникає при цьому, пов’язана з відсутністю неперервних часових рядів необхідних даних. Тому доведеться обмежитися аналізом декількох окремих часових періодів.

Перший період охоплює здебільшого другу половину 1990-х років, коли Українсько-Європейський консультативний центр з питань законодавства (*UEPLAC*) регулярно публікував власні дані у тому числі і щодо реальних процентних ставок за депозитами та кредитами (наявні місячні дані з липня 1996 по травень 2001 року, усього 58 спостережень). Дані стосовно обсягів кредитів реальному сектору взято з цього ж джерела (“кредити комерційних банків господарству в національній валюті”).

Згідно з одержаними результатами (таблиця 2.3), зв’язок між темпами приросту обсягів кредитування реального сектору та реальною процентною ставкою за вказаний період спостереження не простежується (значення коефіцієнта кореляції Пірсона становить $-0,032$ і є незначущим). Логічно припустити, що економічним суб’єктам потрібен певний проміжок часу, щоб оцінити зміни умов кредитування і відповідним чином змінити свої рішення. Справді, коефіцієнт кореляції між приростом обсягів кредитування та декількома лаговими значеннями реальної процентної ставки є статистично значущим, хоча і не надто значним за абсолютною величиною і становить $-0,313$ (за рівня значущості $\alpha=0,01$) для лагу у два місяці, $-0,261$ ($\alpha=0,05$) для

лагу у три місяці та $-0,288$ ($\alpha=0,05$) для лагу у чотири місяці. Тобто, зниження у цей період реальної процентної ставки на 1% супроводжувалося, з запізненням на 2–4 місяці, прискоренням приросту обсягів кредитування реального сектору приблизно на 0,3%.

Таблиця 2.3

Значення коефіцієнтів кореляції Пірсона (r), Кендала (τ) та Спірмена (ρ) між реальною процентною ставкою та темпами приросту обсягів кредитування реального сектору

		Реальна процентна ставка	Лаг 1	Лаг 2	Лаг 3	Лаг 4
липень 1996 р. – травень 2001 р.						
Темпи приросту обсягів кредитування реального сектору	r	-0,032	-0,100	-0,313**	-0,261*	-0,288**
	τ	-0,067	-0,090	-0,246**	-0,181*	-0,129
	ρ	-0,085	-0,123	-0,347**	-0,252*	-0,198
липень 1996 р. – червень 1998 р.						
Темпи приросту обсягів кредитування реального сектору	r	0,311	0,150	0,045	0,199	-0,355
	τ	0,210	0,169	0,132	0,319*	0,219
	ρ	0,279	0,209	0,183	0,442*	0,284
липень 1998 р. – травень 2001 р.						
Темпи приросту обсягів кредитування реального сектору	r	-0,188	-0,219	-0,527**	-0,525**	-0,242
	τ	-0,160	-0,139	-0,443**	-0,438**	-0,185
	ρ	-0,218	-0,212	-0,584**	-0,572**	-0,298*

* $\alpha=0,05$, ** $\alpha=0,001$

Джерело: розраховано автором за даними [170; 171].

Варто зауважити, що ці результати значною мірою підтверджуються і з використанням рангової кореляції. Відповідні коефіцієнти Кендала та Спірмена за весь період спостереження є зовсім незначними за величиною і незначущими. Ситуація знов-таки змінюється з врахуванням лагових значень реальної процентної ставки. Так, коефіцієнт Кендала набуває значень $-0,246$ (за рівня значущості $\alpha=0,01$) для лагу у два місяці і $-0,181$ ($\alpha=0,05$) для лагу у три місяці, а коефіцієнт Спірмена – $-0,347$ ($\alpha=0,01$) для лагу у два місяці і $-0,252$ ($\alpha=0,05$) для лагу у три місяці.

Цікавими видаються також результати, отримані під час аналізу двох окремих періодів зі згаданого часового проміжку: з липня 1996 року по червень 1998 року і від липня 1998 року по травень 2001 року; другий з цих періодів розпочався з серйозних кризових проявів, охопив час значного знецінення вітчизняної грошової одиниці і відновлення економічного зростання в Україні. У перший з цих періодів жодного зв'язку між приростом кредитування реального сектору і реальною процентною ставкою та її лаговими змінними не виявлено. Натомість у другому значення усіх коефіцієнтів кореляції є помітно вищими: коефіцієнт Пірсона становить -0,527 (за рівня значущості $\alpha=0,001$) для лагу у два місяці і -0,525 ($\alpha=0,001$) для лагу у три місяці; коефіцієнт Кендала відповідно -0,443 ($\alpha=0,001$) для лагу у два місяці, -0,438 ($\alpha=0,001$) для лагу у три місяці; коефіцієнт Спірмена – -0,584 ($\alpha=0,001$) для лагу у два місяці, -0,572 ($\alpha=0,001$) для лагу у три місяці і -0,298 ($\alpha=0,05$) для лагу у чотири місяці.

Зменшення 5 грудня 2002 р. облікової ставки НБУ з 8% до рекордної позначки 7% річних (за 2002 рік облікову ставку було знижено з 12,5% до 7% річних) можна пояснити дефляцією протягом року та намірами центрального банку дати сигнал про дальше зменшення вартості грошей в Україні. Проте середня ставка за кредитами в гривнях, яка в грудні 2002 р. становила 21,8% річних, залишалася значно вищою за облікову.

Темпи зниження середньої ставки за кредитами в гривнях 2002 р. були такими ж, як і 2001 р. (близько 8 в.п.). Причинами зменшення вартості кредитів у цей період в Україні були [73, с.25]: дефляція на споживчому ринку; зниження середньої ставки за гривневими депозитами порівняно з 2001 р. на 4 в.п. до 6,9% річних; зростання конкуренції на ринку банківських послуг.

Зниження кредитних ставок сприяло розширенню кредитування підприємств: частка кредитів у загальній сумі інвестицій підприємств протягом 2002 р. збільшилась удвічі до 5%. Однак цей показник був все ще

невисоким, адже власні кошти залишалися основним джерелом інвестицій підприємств.

Позитивною зміною стало у цей час зростання частки довгострокового кредитування. Водночас банківській системі вдалося покращити якість кредитного портфеля: частка проблемних кредитів (прострочених і сумнівних) зменшилася порівняно з 2001 р. з 5,8% до 4,5%, пролонгованих – з 6,7% до 5,2%. Довгострокові кредити 2002 р. становили 28% кредитного портфеля банків порівняно з 22% 2001 р. Що більше, відбулося стрімке зростання кредитів у інвестиційну діяльність – 83,7% проти 25,6% 2001 р. [73, с.25].

Середня ставка за кредитами (без овердрафту) в національній валюті, яка в червні 2003 р. досягла рекордно низьких 17,2% річних, наприкінці року збільшилася до 18% річних. Ставки за річними кредитами, які є необхідними для інвестиційних програм підприємств, зберігалися на рівні від 20% річних [74, с.35].

Протягом 2004 р. збільшилася частка кредитів і депозитів в іноземній валюті. Зростання частки депозитів у валюті викликано недовірою вкладників до гривні внаслідок зростання інфляції та ризику трансформації політичної кризи в економічну. Збільшення інтересу позичальників до кредитів в іноземній валюті було пов'язано з меншою вартістю кредитів в іноземній валюті за стабільного обмінного курсу [75, с.31].

Восени 2004 р. цінову та грошову стабільність в національній економіці було підірвано одночасним застосування експансійної фіскальної та монетарної політики в економіці, яка і так була “перегрітою” [195, с.35–36]. За I квартал 2005 р. обсяги кредитів, виданих банками, зросли на 8%, що набагато менше порівняно з обсягами акумульованих депозитів і зростанням грошової маси. Причини сповільнення темпів кредитування пояснювали впливом таких чинників [195]:

– вартість комерційних запозичень; підвищення номінальних ставок за депозитами (зокрема через новорічні та інші святкові акції) на межі 2004–

2005 рр., обумовлене необхідністю залучення вкладників і пришвидшенням інфляції наприкінці 2004 р, збільшило вартість кредитів для непов'язаних осіб;

- ефект бази; обсяги виданих кредитів за кризовий IV квартал 2004 р. не зменшилися, тоді як обсяги депозитів у банках скоротилися на 5,1%;
- уповільнення попиту; гальмування економічного зростання у I кварталі 2005 р. зумовило сповільнення попиту на гроші.

Впродовж 2005 р. кредити в економіку зросли на 61,9%, зокрема кредити у валюті – на 66,3%. Частка валютних кредитів у кредитах загалом збільшилася з 42,2% 2004 р. до 43,3% всупереч збільшенню доходів громадян у гривні. Незважаючи на зростання, загальні обсяги кредитування економіки становили лише третину ВВП, тимчасом як у країнах Центральної Європи це відношення досягає 50–70%.

На Рис. 2.4 показана динаміка кредитування суб'єктів господарювання у період 1996–2008 рр. Як бачимо, у 1998 р темпи приросту кредитування були меншими ніж у попередні роки, проте уже в 2000 р. ситуація змінилась у кращу сторону (темпи проросту наданих кредитів становили 67,5% у 2000 р., порівняно з 20,1% у 1998 р.). Варто відзначити скорочення кредитування реального сектору майже удвічі в 2004 р., це пов'язано з “перегрівом” національної економіки. Надалі почалося певне зростання темпів приросту кредитування суб'єктів господарювання, яке завершилось різким зниженням цього показника наприкінці 2008 р. у зв'язку з початком фінансово-економічної кризи.

Фінансово-економічна криза 2008–2009 рр. негативно вплинула на загальноекономічну ситуацію в Україні. Вона поставила під сумнів здатність банківської системи і фондового ринку виконувати функції фінансового посередника в економіці. Розгортання кризових явищ на грошово-кредитному ринку та в банківській системі України мало комплексний характер і підґрунтям цього була низка чинників [47, с.18]: реалізація споживацької моделі розвитку, агресивна кредитна політика на докризовому

етапі, девальвація, погіршення якості кредитів, обмеження доступу до зовнішніх ресурсів, низька довіра вкладників тощо.



Рис. 2.4. Динаміка кредитування суб'єктів господарювання в Україні у 1996–2008 рр.

Джерело: побудовано автором за [117].

Система антикризових заходів зі стабілізації ситуації в банківській системі України та на грошово-кредитному ринку у період посилення кризових явищ частково стримувала негативні тенденції, однак не мала суттєвого впливу на усунення причин таких тенденцій. З погляду частини науковців, певні антикризові рішення фактично підірвали фундаментальні основи кредитної діяльності банків у ключових сегментах кредитування [47, с.18].

У монетарній політиці існує певна дилема, суть якої полягає у необхідності підтримки реального сектору економіки через зниження процентних ставок за кредитами та у потребі проводити обережну політику з точки зору контролю майбутньої інфляції (у такому разі необхідно ставки за активними операціями утримувати на позитивному рівні у реальному вимірі) [123, с.10]. Світовий досвід з подолання економічної кризи свідчить, що центральні банки за таких умов надають перевагу підтримці реального та

банківського секторів, ідучи на певне зростання ризиків щодо інфляції у майбутньому.

На думку І. Кравченко та Г. Багратяна, кредитна політика Національного банку має бути спрямована на стимулювання інвестицій. Не можна різко зменшувати процентні ставки (беручи до уваги небезпеку зростання інфляції) чи підтримувати їх на високому рівні (штучне охолодження економіки в період низької економічної активності приховує руйнівні наслідки). Банки повинні обрати перспективні напрями і надавати доступні кредити. Тобто політика НБУ щодо кредитів комерційних банків на поточне споживання повинна бути жорсткою, а щодо інвестиційних кредитів – м'якою. Відповідно й економічні нормативи НБУ для комерційних банків мають бути різними. Інвестиційні проекти з дешевим кредитуванням слід узгоджувати спеціальною спільною комісією НБУ та Кабінету Міністрів [87, с.23].

А. Сомик та С. Жуйков назвали чинники, які, на їхню думку, в умовах кризи перешкоджали банкам надавати інвестиційні кредити реальному сектору економіки [166, с.30–31]. Зокрема, зниження кредитоспроможного попиту потенційних позичальників; високий ризик неповернення та зростання обсягів проблемних кредитів у структурі кредитного портфеля банків; зменшення довгострокової ресурсної бази банків; антикризова стратегія “виживання” банків; наявність у банків більш дохідних та менш ризикових сегментів розміщення ресурсів, ніж підприємства реального сектору; незахищеність прав банків-кредиторів.

О. Береславська наголошує, що значне перевищення темпів зростання обсягів кредитування над темпами зростання ВВП може вважатися ознакою потенційної загрози настання банківської кризи [16, с.10]. Темпи приросту обсягів кредитування у період 2005–2007 рр. були дуже високими, передусім за рахунок споживчих кредитів населення і в середньому становили близько 70% за рік. Лише у 2008 році, у період виникнення кризових явищ, темпи приросту кредитування дещо знизились і за 11 місяців становили 57,3%. При

цьому темп зростання ВВП за 2005–2007 рр. у середньому становив близько 5,8% за рік. Таким чином, темп зростання обсягів кредитування українськими комерційними банками перевищував темп зростання ВВП майже у 10 разів [16, с.10]. При цьому темпи кредитування юридичних осіб у 2007 р. зросли на 62,8% (217,4 млрд. грн.), а фізичних на 97,9% (155,4 млрд. грн.), у 2008 р. ці темпи становили 68,8% і 75% відповідно [104; 105]. Фактично, криза банківської системи в Україні стала наслідком надмірної кредитної експансії споживчого сектору.

Зміни в макроекономічному та політичному середовищі, що відбувалися впродовж 2009 р., зумовлювали динамічний характер розвитку ситуації на грошово-кредитному ринку, яка в різні періоди року мала суттєві відмінності. Пік кризових явищ припав на I квартал. Напруженість на грошово-кредитному ринку в цей період проявлялась в подальшому відпливі коштів з банків, зниженні ліквідності банківської системи, дефіциті іноземної валюти тощо. Поступове покращення показників реального сектору економіки, платіжного балансу та усунення політичної складової впливу на Національний банк України разом із скасуванням законодавчих обмежень у проведенні грошово-кредитної політики сприяли покращенню ситуації у II кварталі 2009 р.

Вагомим внеском Національного банку протягом кризового періоду у створення монетарних умов для подолання кризових явищ та відновлення кредитування економіки стали: зниження рівня інфляції у 2009 р. порівняно з попереднім роком з 22,3 до 12,3%; зниження облікової ставки (з 12 до 11 % (з 15.06.2009 р.) та до 7,5% (з 23.03.2012 р.)); відновлення стабільності на валютному ринку; виконання положень чинного законодавства щодо капіталізації банків [141]; лібералізація вимог до банків, що дало змогу вивільняти кошти для кредитування економіки [143]; створення стимулювальних умов та проведення цільового рефінансування банків (до 3 років), які здійснюють кредитування пріоритетних для держави напрямів [136]; надання стимулювальних кредитів (до 5 років) для підтримання

ліквідності банків з метою відновлення процесу кредитування вітчизняного товаровиробника, що має забезпечити вихід економіки країни на докризові параметри [127].

Національний банк України через забезпечення постійного доступу до механізмів рефінансування та запровадження нових інструментів підтримки ліквідності банків, надання певних пільг банкам у зв'язку з фінансуванням ними програм Євро-2012; лібералізацію вимог до формування банками резерву для відшкодування можливих втрат за кредитними операціями тощо, сприяв збільшенню кредитної підтримки банками процесів економічного розвитку.

Як результат, незважаючи на зменшення загального обсягу залишків кредитних вкладень (без нарахованих доходів) у 2009 р. на 5,5% – до 682,2 млрд. грн., обсяг залишків за кредитами в національній валюті збільшився на 12,7%. Це відбулося за рахунок зростання обсягу залишків за кредитами в національній валюті, наданих юридичним особам (на 23,0% – до 272,4 млрд. грн.), тоді як залишки за такими кредитами фізичних осіб зменшилися (на 18,7% – до 59,3 млрд. грн.) [106, с.11].

У результаті посилення законодавчих та нормативних обмежень щодо надання кредитів в іноземній валюті відбулося зменшення обсягу залишків за кредитами в іноземній валюті (без нарахованих доходів) за 2009 р. на 18,1% – до 350,5 млрд. грн. за рахунок зменшення таких кредитів, наданих як населенню (на 16,6% – до 162,6 млрд. грн.), так і юридичним особам (на 19,3% – до 187,9 млрд. грн.). У строковій структурі кредитів протягом 2009 р. відбулося зниження питомої ваги довгострокових кредитів у загальному їх обсязі до 62,95% (з 68,03% на початку року) [106, с.11].

Упродовж 2010 р. відбулося покращення загальноекономічної ситуації в Україні, яке супроводжувалося, зокрема, позитивними змінами на грошово-кредитному ринку. Задля відновлення кредитування реального сектору економіки разом із заходами в монетарній сфері Національний банк вживав заходів для покращення якості кредитного портфеля банків. Зокрема, з метою

зменшення навантаження на капітал банків послаблено вимоги до оцінки окремих кредитних операцій. Наслідком таких дій, як засвідчило проведене у IV кварталі Національним банком України опитування ділових очікувань підприємств, стало послаблення п'ятий квартал поспіль оцінки жорсткості кредитних умов [107, с.8].

Стимулювальні заходи Національного банку певним чином вплинули на інвестиційну активність банківської системи. Загальний залишок кредитних вкладень у 2010 р. зріс на 0,9% , а обсяг залишків за кредитами в національній валюті за 2010 р. – на 10,6%, що обумовлено динамікою залишків за кредитами, наданими юридичним особам, обсяги яких за 2010 р. зросли на 13,4% [107, с.9].

Аналізуючи кредитну активність банків, варто звернути увагу на дію об'єктивних чинників, які певним чином стримували зростання попиту економічних агентів на кредитні ресурси банків у 2010 р. Скорочення попиту на кредитні ресурси банків серед підприємств реального сектору можна пояснити суттєвим покращення їх фінансового стану. Ще одним фактором, який сприяв поповненню обігових коштів та відповідно зниженню попиту на кредитні ресурси з боку підприємств, був випуск у серпні Міністерством фінансів України облігацій внутрішніх державних позик для відшкодування прострочених сум податку на додану вартість на суму 16,4 млрд. грн. Таким чином підприємства мали змогу за потреби реалізувати зазначені облігації для отримання ліквідних коштів [107, с.9].

Акумуляція банками коштів вкладників завдяки діям Національного банку щодо підвищення внутрішньої вартості гривні та стабілізації очікувань сприяла подальшій активізації банківського кредитування. Обсяги кредитування цілком відновилися після кризи. Збільшення загального обсягу кредитних вкладень відбулося переважно завдяки активізації корпоративного кредитування. Цьому, зокрема, сприяло поліпшення надійності суб'єктів господарювання як позичальників, з огляду на покращення їх фінансового стану в умовах збільшення інвестицій в основний капітал. Так, фінансові

результати підприємств до оподаткування за січень – листопад 2011 р. становили 107,6 млрд. грн., що в 2,2 раза більше ніж за відповідний період 2010 р. [108, с.13].

Загальний обсяг залишків кредитів, наданих суб'єктам господарювання, за підсумками 2011 р. збільшився на 14,9 %. Більшими темпами зростали залишки за кредитами, наданими в національній валюті. Загальний обсяг залишків за кредитами, наданими юридичним особам у національній валюті, протягом зазначеного періоду збільшився на 19,1 %, у іноземній – на 7,9 % [108, с.13].

Попри збільшення депозитної бази банків і вжиття Національним банком України комплексу заходів, спрямованих на підтримку процесів економічного розвитку, кредитна активність банків відновлювалася недостатньо високими темпами. Загальний обсяг залишків кредитів за 2012 р. збільшився на 2,0 % – до 809,3 млрд. грн., зокрема в національній валюті – на 8,4 %, тоді як в іноземній – зменшився на 7,3 %.

Зростання загального обсягу кредитування відбулося виключно завдяки залученню кредитів суб'єктами реального сектору економіки. Загальний обсяг залишків кредитів, наданих суб'єктам господарювання, за 2012 р. збільшився на 4,9 % – до 626,2 млрд. грн., у тому числі в національній валюті на 6,1 %, в іноземній валюті – на 2,6 %. Помірні темпи приросту кредитування корпоративного сектору в 2012 р. насамперед можна пояснити наявністю значних зовнішніх ризиків та невизначеністю стосовно подальшого розвитку ситуації на ринках [109, с.11].

Загальний обсяг кредитів наданих комерційними банками у 2013 р. збільшився на 11,8% – до 904,9 млрд. грн. порівняно з 2,0% у 2012 р. (94,3% від загального обсягу зростання кредитів було спрямовано до реального сектору економіки). Загальний обсяг кредитів, наданих суб'єктам господарювання, за 2013 р. зріс на 14,4% – до 716,3 млрд. грн., у тому числі в національній валюті – на 15,8%, в іноземній валюті – на 11,7% [110, с.17].

За період з січня по вересень 2014 р. загальний обсяг банківських кредитів зменшився в національній валюті на 8,4% до 546,5 млрд. грн., в іноземній валюті на 11,9% – до 34,0 млрд. дол. США (в еквіваленті). Загальний обсяг кредитів, наданих суб'єктам господарювання в національній валюті, за цей період зменшився на 8,8%, тоді як в іноземній валюті – на 10,5% (у доларовому еквіваленті) [111, с.16].

Тепер повернемося до кореляційного аналізу впливу монетарних інструментів на процеси кредитування реального сектору в економіці України у період нестабільного розвитку вітчизняної економіки. Для цього скористаємося даними з офіційного сайту НБУ за період з січня 2007 р. по жовтень 2014 р. (усього 94 спостереження).

Як свідчать одержані результати, Національний банк України мав певний вплив на формування процентної ставки за кредитами реальному сектору. Так, значення коефіцієнтів кореляції Пірсона показують залежність процентної ставки за кредитами нефінансовим корпораціям від облікової ставки ($r=0,484$, $\alpha=0,001$), середньозваженої ставки за усіма інструментами ($r=0,443$, $\alpha=0,001$), ставки репо ($r=0,552$, $\alpha=0,001$) та ставки овернайт ($r=0,476$, $\alpha=0,001$). Цей зв'язок підтверджують і коефіцієнти рангової кореляції. Водночас жодного кореляційного зв'язку між приростами обсягів кредитів реальному сектору та номінальною процентною ставкою за кредитами, як і між приростами обсягів кредитів реальному сектору та реальною ставкою за кредитами, наданими комерційними банками нефінансовим корпораціям, не виявлено.

Далі дослідимо існування впливу на кредитування реального сектору динаміки грошового агрегату М2. Згідно з одержаними результатами, зв'язок між темпами приросту обсягів грошового агрегату М2 та темпами приросту обсягів кредитування реального сектору є прямим та тісним. Значення коефіцієнта кореляції Пірсона свідчить, що 1% збільшення обсягів грошової маси веде до зростання обсягів кредитування нефінансових корпорацій на 0,59% (таблиця 2.4). З лагом в один місяць цей зв'язок дещо слабший та

менш значущий. Коефіцієнти рангової кореляції також це підтверджують – коефіцієнт Кендала становить 0,406, коефіцієнт Спірмена – 0,558 (за рівня значущості $\alpha=0,001$), з лагом в один місяць – 0,147 та 0,203 ($\alpha=0,05$) відповідно.

Таблиця 2.4

Значення коефіцієнтів кореляції Пірсона (r), Кендала (τ) та Спірмена (ρ) між темпами приросту грошового агрегату М2 та темпами приросту обсягів кредитів, наданих реальному сектору протягом січня 2007 р. – жовтня 2014 р.

		Темпи приросту обсягів наданих кредитів	Лаг 1	Лаг 2	Лаг 3
Темпи приросту обсягів грошового агрегату М2	r	0,591 ^{**}	0,209 [*]	-0,074	0,081
	τ	0,406 ^{**}	0,147 [*]	0,045	0,083
	ρ	0,558 ^{**}	0,203 [*]	0,072	0,122

* $\alpha=0,05$, ** $\alpha=0,001$

Джерело: розраховано автором за даними [117].

О. Дзюблюк зазначає, що в умовах дестабілізації фінансового ринку, коли ринкові інструменти мають обмежений вплив на кредитну активність комерційних банків, їх доречно поєднувати з адміністративними заходами. За допомогою механізмів прямого кредитування, зокрема селективних кредитів, дисконтних механізмів та субсидування процентних ставок, можна посилити ефективність впливу Національного банку на кредитну активність. Зважаючи на низку ризиків, що супроводжують селективну кредитну політику (залежність економіки від цільового кредитування на пільгових умовах; у результаті збільшення кредитних ресурсів, що призводить до надмірного зростання грошової маси, відбувається посилення інфляційних процесів тощо) використання інструментів прямої дії має бути нетривалим, оскільки з часом їх дієвість знижується [52, с.26].

На підставі проведеного аналізу можна зробити висновок, що Національний банк України за допомогою заходів монетарної політики суттєво впливав на динаміку кредитних відносин комерційних банків і суб'єктів господарювання упродовж тривалого періоду. Проте в умовах фінансової нестабільності арсеналу ринкових інструментів виявилось недостатньо для врегулювання ситуації на фінансовому ринку. Тому перед центральним банком постало завдання поєднання ринкових та адміністративних важелів для стимулювання кредитування комерційними банками реального сектору економіки. Адже саме це є однією з основних умов зростання національної економіки.

2.2. Роль монетарних інструментів у забезпеченні цінової стабільності в Україні

Монетарна політика центрального банку відіграє ключову роль у забезпеченні цінової стабільності у національній економіці. Застосування тих чи інших монетарних інструментів через трансмісійний механізм монетарної політики чинить вплив на фінансовий сектор, а в подальшому на макроекономічні змінні, в тому числі інфляцію. Тому значною мірою подолання інфляції залежить від ефективного поєднання монетарних важелів у процесі стабілізації економіки країни.

Основними завданнями Національного банку з перших днів його функціонування були стабілізація вітчизняної грошової одиниці та подолання інфляції. Посилення інфляційних процесів (у 1992 р. рівень інфляції перевищував 2000%, у 1993 р. – 10000%) відбувалось у тому числі і за рахунок додаткових вливань грошей в економіку через кредитну систему. Зростання емісії грошової маси посилювало інфляційні очікування, які, своєю чергою, провокували ще більше зростання цін та падіння виробництва [103, с.86]. Усі заходи уряду в сфері цін у 1992 р. в умовах державного

монополізму та практично відсутності приватної власності і конкуренції набули форми адміністративного підвищення цін. У 1991–1993 рр. між кредитною системою і держаними фінансами України не було чіткого розмежування, контроль за грошовою емісією з боку Національного банку був обмеженим [120, с.295].

Для боротьби з гіперінфляційними процесами Національний банк у 1993 р. вдався до стримувальної політики. Задля обмеження грошової маси в обігу було підвищено норму обов'язкових резервів, облікова ставка утримувалася на незмінному рівні (20% на місяць) [120, с.298]. Уряд зі своєї сторони в основному за допомогою неринкових заходів, зокрема штучного утримування курсу карбованця на вищому від його реального рівня, також намагався приборкати інфляцію. Однак адміністративні методи боротьби з гіперінфляцією 1992–1994 рр. вкрай негативно відобразились на загальноекономічному стані національної економіки, передусім на обсягу національного виробництва, спад якого у 1994 р. становив 23% [120, с.300–301].

Як показує досвід більшості постсоціалістичних країн, цілі антиінфляційної політики в умовах трансформаційної кризи не можуть бути досягнуті лише за допомогою монетарних чи фіскальних заходів. Ефективність антиінфляційної політики на думку частини науковців залежить: від чіткого усвідомлення первинності інституційних механізмів макроекономічної системи щодо її функціональних завдань; відповідного коригування критеріїв, цілей і механізмів економічної політики; врахування інституційних ефектів і наслідків монетарного та фіскального регулювання, направлено на стабілізацію національної економіки [66, с.125].

У 1994 р. Національний банк вдався до обмежувальних заходів, спрямованих на стримування темпів інфляції та досягнення фінансової стабільності, а саме: було підвищено облікову ставку (реальний рівень облікової ставки протягом 1992–1994 рр. становив -35%, -85% і -21% відповідно, а вже на кінець 1995 р. становив близько +3%); відсотки за

кредитними та депозитними операціями банків виведено на позитивний відносно інфляції рівень; підвищено норму резервування (з 15 до 25%); замість централізованого розподілу кредитних ресурсів запроваджено кредитні аукціони, внаслідок чого розподіл коштів між банками набув ринкового характеру; запроваджено операції з державними цінними паперами як основне джерело покриття дефіциту бюджету (у 1995 р. державні облігації покривали лише 7,4% дефіциту бюджету, 1996 р. – 37%, 1997 р. – 71,3%). Темпи інфляції знизилися з 501% у 1994 р. до 139,7% у 1996 р., уповільнився темп спаду виробництва – 22,9% до 10% відповідно [53, с.14].

Монетарна політика НБУ у 1995 році була послідовнішою і жорсткішою. У березні 1995 р. розпочато випуск облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП). Як зазначає Т. Вахненко, запровадження ОВДП в Україні мало, насамперед, антиінфляційний характер: через встановлення надвисокої доходності ОВДП по суті проводилась політика по відволіканню спекулятивного капіталу з валютного ринку в операції з державними цінними паперами та забезпечення на цьому ґрунті стабільності обмінного курсу і споживчих цін [26, с.118]. Однак така політика мала негативні наслідки для виробничої сфери та бюджету країни.

Т. Вахненко, проаналізувавши функціонування ринку ОВДП в Україні, дійшла висновку, що “під приводом забезпечення неемісійного фінансування дефіциту бюджету в Україні була реалізована надзвичайно витратна та не менш інфляційно небезпечна (ніж при залучені прямих кредитів НБУ) система залучення емісійних коштів до бюджету” [26, с.105]. Таке фінансування державного бюджету до того ж супроводжувалося зростанням тягаря відсоткових виплат і спустошенням валютних резервів країни. Іншої думки щодо тотожності операцій з придбання ОВДП і прямих кредитів НБУ дотримується В. Шевчук. Він погоджується, що на перший погляд придбання ОВДП на первинному ринку справді нагадує пряме кредитування дефіциту бюджету, але потенційний недолік (високі кошти обслуговування

державного боргу) нівелюється значними перевагами з погляду суб'єктивного формування інфляційних очікувань. Тим самим, В. Шевчук стверджує, що інфляційні наслідки від операцій з ОВДП були меншими, ніж могли б бути у разі прямого фінансування дефіциту бюджету [196, с.389].

У Таблиці 2.5 наведено дані щодо результатів аукціонів з розміщення ОВДП на первинному ринку, починаючи з 1995 р. і до жовтня 2008 р., тобто до початку фінансової кризи в Україні. Як бачимо, всупереч світовій практиці (де державні цінні папери мають найнижчу доходність у зв'язку з їх високою надійністю), ОВДП в Україні у той період були надзвичайно високодохідним фінансовим інструментом. Попри не найкращу ситуацію в країні, Україна дозволяла собі виплачувати понад 85% річних. Варто звернути увагу на обсяги розміщених ОВДП на первинному ринку. У 1996–1997 рр. облігації внутрішньої державної позики стали основним фінансовим інструментом на ринку цінних паперів. У зв'язку зі значною доходністю за цінними паперами, активність вітчизняних та іноземних інвесторів на фондовому ринку була досить високою, про це свідчать рекордні обсяги розміщених облігацій у 1997 та 1998 рр.

З 1996 року учасниками ринку ОВДП стали нерезиденти, активна участь яких спостерігалася в четвертому кварталі цього ж року, після прийняття Постанови Кабінету Міністрів №1022 від 31.08.1996 р. “Про здійснення нерезидентами операцій з облігаціями внутрішніх державних позик” [138]. Внаслідок нестабільності на фінансових ринках Південно-Східної Азії та невпевненості у платоспроможності України у серпні 1997 р. розпочався масовий відплив іноземного капіталу з ринку ОВДП. Таким чином, у 1999 р. НБУ залишився основним покупцем державних цінних паперів, а допустивши нерезидентів на ринок ОВДП Україна втратила вагому частину своїх міжнародних резервів. Така система залучення емісійних коштів до бюджету через пряму купівлю ОВДП Національним банком та рефінансування вкладень в ОВДП комерційних банків мала інфляційно небезпечний характер. Отже, невдала політика державних запозичень не

лише не сприяла подоланню кризових явищ, а й загальмувала економічне відродження країни [26, с.74].

Таблиця 2.5

Результати аукціонів з розміщення ОВДП на первинному ринку

Період обігу	Кількість проведених аукціонів	Кількість розміщених облігацій, тис. штук	Сума коштів залучених до бюджету, млн. грн.	Дохідність (середньозважена), %
1995	28	294.0	304.0	85.59
1996	285	31474.1	3062.9	70.93
1997	591	105087.6	8321.8	32.76
1998	539	117152.9	8164.3	54.83
1999	141	46845.8	3841.8	27.51
2000	87	20388.7	1892.1	20.49
2001	120	1271.1	1190.1	15.68
2002	152	2947.9	2848.6	10.81
2003	172	1189.2	1161.3	9.75
2004	102	2224.3	2203.8	11.24
2005	25	6898.8	7153.4	7.25
2006	37	1582.4	1597.6	9.26
2007	28	3573.0	3622.9	6.71
2008	31	1544	1527	10.80
Січень	4	294.0	307.9	7.08
Лютий	3	75.0	77.3	7.62
березень	1	3.5	3.7	7.90
квітень	-	-	-	-
травень	1	10.0	10.6	7.90
червень	1	35.0	37.2	7.90
липень	2	182.0	191.0	7.90
серпень	3	120.0	117.9	11.50
вересень	7	515.0	501.5	12.12
жовтень	9	309.5	279.5	15.64

Джерело: [22].

Н. Гребеник, порівнявши Основні засади грошово-кредитної політики на 2000 рік з Основними напрямками грошово-кредитної політики на 1993 рік, зробила висновок, що в 2000 р. НБУ вже мав у своєму розпорядженні нормативно забезпечені монетарні механізми та інструменти регулювання грошово-кредитного ринку, які застосовуються центральними банками економічно розвинутих держав [38, с.17]. Однак, внаслідок різних обставин, не завжди їх використання було максимально ефективним.

Починаючи з 2000 р., вперше за роки трансформацій української економіки спостерігалось стійке економічне зростання. Водночас рівень

інфляції того року перевищував прогнозований (18%) і становив 25,8%. Причиною цього, як вважає В. Стельмах, було підвищення адміністративних цін і тарифів та лібералізація цін в сільському господарстві, однак ці чинники знаходяться поза сферою прямого впливу НБУ [103, с.96]. Н. Гребеник також зазначає, що з 2000 р. відновлено тенденції до економічного зростання, значно підвищилась цінова стабільність, рівень інфляції мав тенденцію до поступового зниження та відповідав стану національної економіки. Завдяки своєчасним та скоординованим заходам Нацбанку вдалося уникнути фінансової кризи, що могла мати місце у зв'язку з проведенням президентських виборів у 2004 р. [38, с.17].

Монетарна політика НБУ у 2005 році була спрямована на боротьбу з інфляційними процесами: посилено вимоги до формування обов'язкових резервів банків, підвищено облікову ставку до 9,5% річних. Додатковим антиінфляційним заходом Нацбанку була одномоментна корекція обмінного курсу гривні щодо долара США [150]. Збереженню цінової, а також курсової стабільності національної валюти у 2006 р. сприяли валютні інтервенції з продажу іноземної валюти на міжбанківському ринку обсягом 2,1 млрд. дол. США. До серпня цього року спостерігалась тенденція до зниження інфляційного тиску [103, с.99]. Економіка України до жовтня 2008 р. з одного боку розвивалась високими темпами, а з іншого – супроводжувалась високим інфляційним тиском. Середньорічні темпи приросту ВВП упродовж 2005–2008 рр. становили 4,8%, в той час як споживча інфляція зростала в середньому на 15,2% [54, с.5].

Для боротьби з інфляцією та досягнення монетарної рівноваги і, як результат, економічного зростання критично важливою є узгодженість дій уряду та центрального банку у реалізації економічної політики. Як наголошує В. Шевчук, “необхідним для визначення по-справжньому зваженої монетарної політики є визнання принципового факту, що антиінфляційна монетарна політика є лише необхідною, але не достатньою передумовою стійкого економічного зростання. У такому контексті жорстка

монетарна політика вимагає доповнення фіскальною дисципліною, рішучими структурними заходами та ефективними інституційними рішеннями” [196, с.373].

Як показує досвід, намагання знижувати інфляційні тенденції за допомогою інструментів монетарної політики можуть давати дедалі слабший позитивний антінфляційний ефект при збереженні потужності їхнього негативного гальмівного впливу. Складність проведення антиінфляційної політики, на думку частини вітчизняних науковців, пов’язана з некоректно визначеним органом, відповідальним за стабільність цін. Національний банк, на який покладено завдання боротьби з інфляцією, на їхню думку, не володіє достатньо ефективними антиінфляційними інструментами. Такі монетарні важелі, як управління ставками рефінансування і операції на відкритому ринку, в Україні є недостатньо дієвими щодо регулювання грошового обігу. Операції рефінансування і мобілізації НБУ лише згладжують монетарні наслідки короткострокових фіскальних та зовнішніх шоків. Інструменти бюджетної і конкурентної політики, здатні вплинути на немонетарну складову інфляції, знаходяться у розпорядженні інших регулюючих органів [58, с.16–17].

Я. Жаліло, Я. Белінська та інші вважають, що усунути значну немонетарну складову інфляції за допомогою обмеження грошової пропозиції практично неможливо. Цим зумовлена суперечливість антиінфляційного прояву жорсткої монетарної політики: дефіцит грошей зупиняє поточну інфляцію, проте формує потенціал майбутньої інфляції, частково перетворюючись на неплатежі і заборгованість, що паралізує товарно-грошові відносини, пригнічує виробництво.

Неоднозначним є антиінфляційний вплив звуження споживчого попиту [58, с.17]. Українській економіці властива значна негнучкість цін у бік зниження через низький рівень конкуренції і нетипове (як для розвинених економік) прагнення вітчизняних підприємств підвищувати ціни за падіння обсягів реалізації. Практика перекладання витрат на споживачів дестимулює

підприємства оновлювати виробництво для підвищення продуктивності праці, формує високі інфляційні очікування, сприяє зниженню схильності населення до заощаджень. Таким чином послаблюються передумови для подолання інфляції у довгостроковій перспективі.

З точки зору частини науковців, у рамках чинної моделі антиінфляційної політики через специфіку комплексу інфляційних факторів та невідповідність антиінфляційних інструментів характеру інфляції виникає конфлікт між досягненням короткострокових цільових показників інфляції й забезпеченням економічного зростання в довгостроковій перспективі [58, с.18].

Відомо, що значна частка готівки у структурі грошової маси послаблює дію монетарних інструментів і ускладнює контроль за агрегатами грошової маси, унаслідок чого монетарна політика втрачає свою ефективність. Відтак одним із пріоритетів діяльності Національного банку України має бути покращення структури грошової маси.

Водночас, за умов стабілізації темпів інфляції подальше проведення жорсткої монетарної політики може стати причиною гальмування економічного зростання. Ця проблема набуває особливої актуальності у зв'язку з недостатньою дієвістю трьох традиційних ринкових інструментів монетарного регулювання економіки.

Передовсім, політика обов'язкових резервів уже практично вичерпала свої можливості ефективного монетарного регулювання. Таким чином зміна величини резервних коштів банків практично не впливає ні на динаміку готівкової маси в обігу, ні на кредитну активність банків [14, с.29]; детальніше ситуацію з обов'язковими резервами з'ясовано у підрозділі 2.1.

По-друге, як наслідок фінансової кризи 1998 і 2008–2009 рр., порівняно незначні масштаби ринку державних запозичень обмежують провадження операцій на відкритому ринку та не дозволяють Національному банку України широко використовувати купівлю-продаж державних цінних паперів власне як інструмент управління ліквідністю комерційних банків. Обсяги

здійснюваних НБУ операцій із розміщення державних цінних паперів на відкритому ринку не йдуть ні в яке порівняння навіть із масштабами міжбанківського кредитування. А як відомо, у країнах з розвинутою економікою це чи не найефективніший інструмент монетарного регулювання центрального банку.

На Рис. 2.5 графічно відображено частки ОВДП, що знаходяться в обігу, у власності Національного банку, комерційних банків, нерезидентів та інших суб'єктів. Чітко видно, що ситуація на цьому ринку у 2009 р. різко погіршилась. Якщо у 2008 р. на Національний банк припадало 10% ОВДП в обігу, а понад 55% належало комерційним банкам, то вже у 2009 р. частка ОВДП у власності комерційних банків зменшилась майже удвічі, натомість їх частка у власності НБУ зросла більш як у п'ять разів. Частка нерезидентів з того часу не перевищувала 6%. Упродовж останніх п'яти років Національному банку належить лєвова частка ОВДП, що знаходяться в обігу.

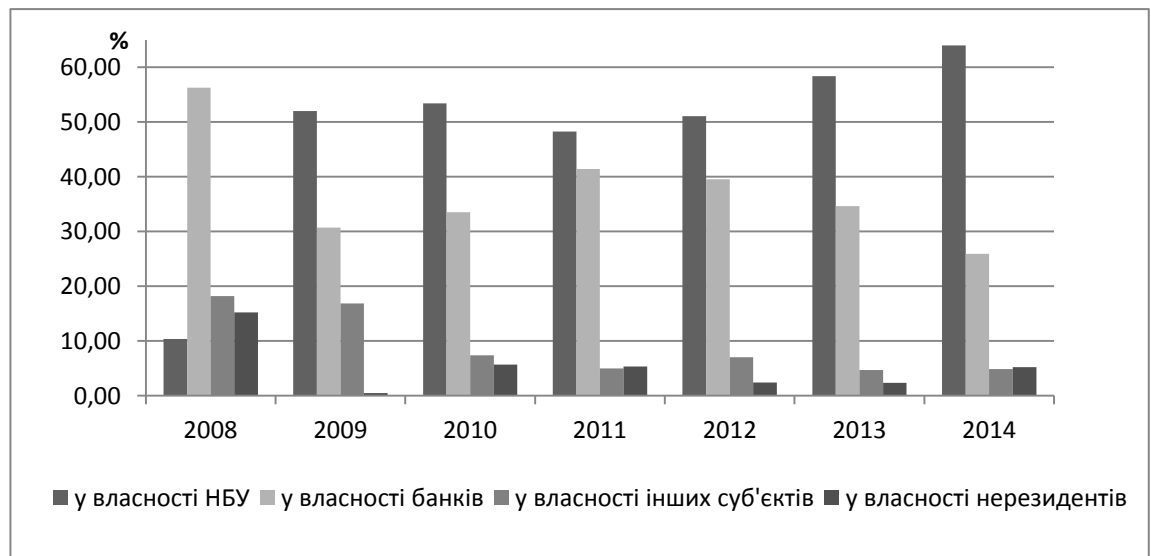


Рис. 2.5. Частка ОВДП, які знаходяться в обігу, у власності НБУ, банків, інших суб'єктів та нерезидентів

Джерело: побудовано автором за [117].

Крім того, з погляду частини фахівців, ринок ОВДП в Україні перевантажений малопривабливими для позикодавців борговими інструментами [57, с.4]. Для зміни ситуації на краще пропонувалося запровадження і розширення обсягів використання якісно нових і гнучких

боргових інструментів, які несли б помітно нижчі фінансово-інвестиційні ризики, таких як облігації, індексовані відповідно до змін валютного курсу гривні, облігації з плаваючою відсотковою ставкою, облігації з можливістю дострокового погашення, облігації, індексовані до рівня інфляції споживчих цін тощо [57]. Очевидно, що перебіг подій упродовж останнього року значно ускладнив практичну реалізацію цього завдання.

Політика облікової ставки Національного банку напередодні кризи 2008–2009 рр. також відзначалася низькою дієвістю. О. Дзюблюк пояснював це двома основними причинами [50, с.12]. По-перше, в останньому кварталі 2006 р. облікова ставка виявилася навіть нижчою за темпи інфляції (див. рис. 2.6). За результатами першої половини 2006 р., коли інфляційна динаміка не викликала жодного занепокоєння, облікову ставку у червні було знижено з 9,5 до 8,5%, що сигналізувало про послаблення монетарної політики. Однак за результатами 10 місяців, коли темпи інфляції в жовтні сягнули 8,7%, її із незрозумілих причин не переглянули, як наслідок за рік вийшов негативний результат. Хоча, у своєму положенні про процентну політику Національний банк України визначає необхідність позитивного стосовно темпів інфляції рівня облікової ставки. Аналогічна ситуація спостерігалася упродовж останніх кварталів 2009 та 2010 рр. і з травня 2014 р.

Ще більш показово недієвість облікової ставки НБУ можна простежити, якщо порівняти значення облікової ставки та значення ІСЦ до відповідного місяця попереднього року, який більш адекватно відображає зміну споживчих цін у конкретний період часу (див. рис. 2.7).

По-друге, обсяги кредитування комерційних банків з боку Національного банку України є дуже незначними. Облікова ставка є по суті ціною таких кредитів. Достатньо звернути увагу на той факт, що частка кредитів, наданих комерційним банкам, у загальній структурі активів балансу Національного банку становить лише 1%. Тому облікова ставка у сучасних умовах фактично виконує функцію індикатора намірів НБУ, а не є реальним інструментом впливу на грошовий ринок [14, с.30].

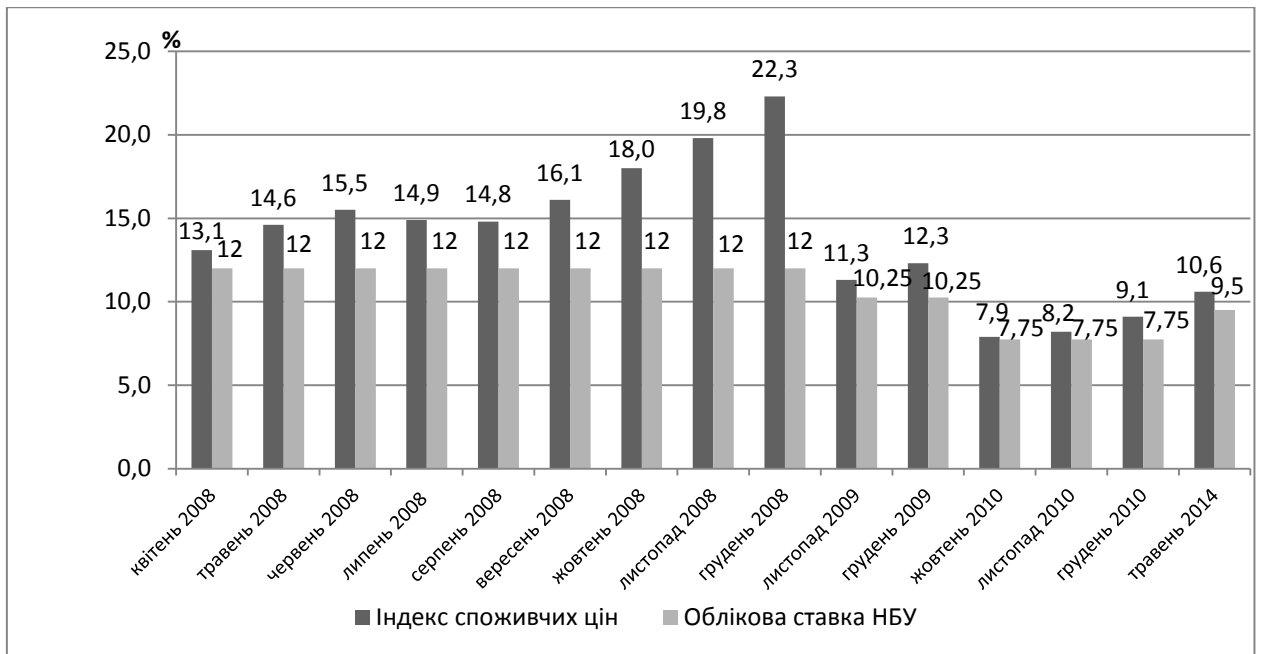


Рис. 2.6. Динаміка облікової ставки та ІСЦ до грудня попереднього року

Джерело: побудовано автором за [117].

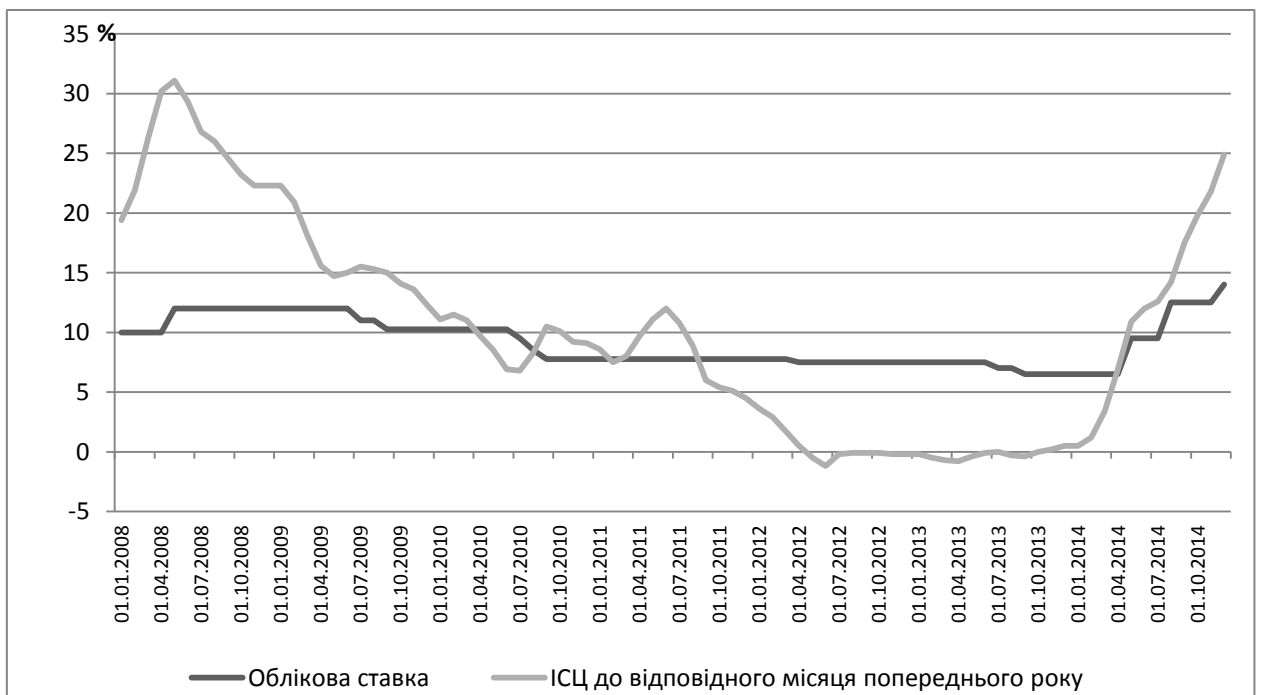


Рис. 2.7. Динаміка облікової ставки та ІСЦ до відповідного місяця попереднього року у 2008–2014 рр.

Джерело: побудовано автором за [117].

Т. Савченко, проаналізувавши роль облікової ставки у період економічного зростання 2000 – 2008 рр., дійшов висновку, що у цей період

цей інструмент монетарної політики або формально виконував проциклічну функцію, або ж не працював взагалі [156, с.41].

Ефективність облікової ставки як інструменту монетарної політики можна оцінити, порівнявши її динаміку з динамікою ставок міжбанківського ринку та ринку депозитів. У період найгострішої фази кризи упродовж понад року (з квітня 2008 р. по травень 2009 р.) облікова ставка залишалася постійною на рівні 12% (див. рис. 2.8). Неймовірно різкі зміни ставки за міжбанківськими кредитами у національній валюті (від 7,4% у вересні 2008 р. до 46,2% у лютому 2009 р. і 7% у квітні 2009 р.), як і дещо менші за амплітудою у 2011 та 2012 рр., відбувалися на тлі практично незмінної облікової ставки; тобто Національний банк навіть не намагався змінити ситуацію на краще за її допомогою.

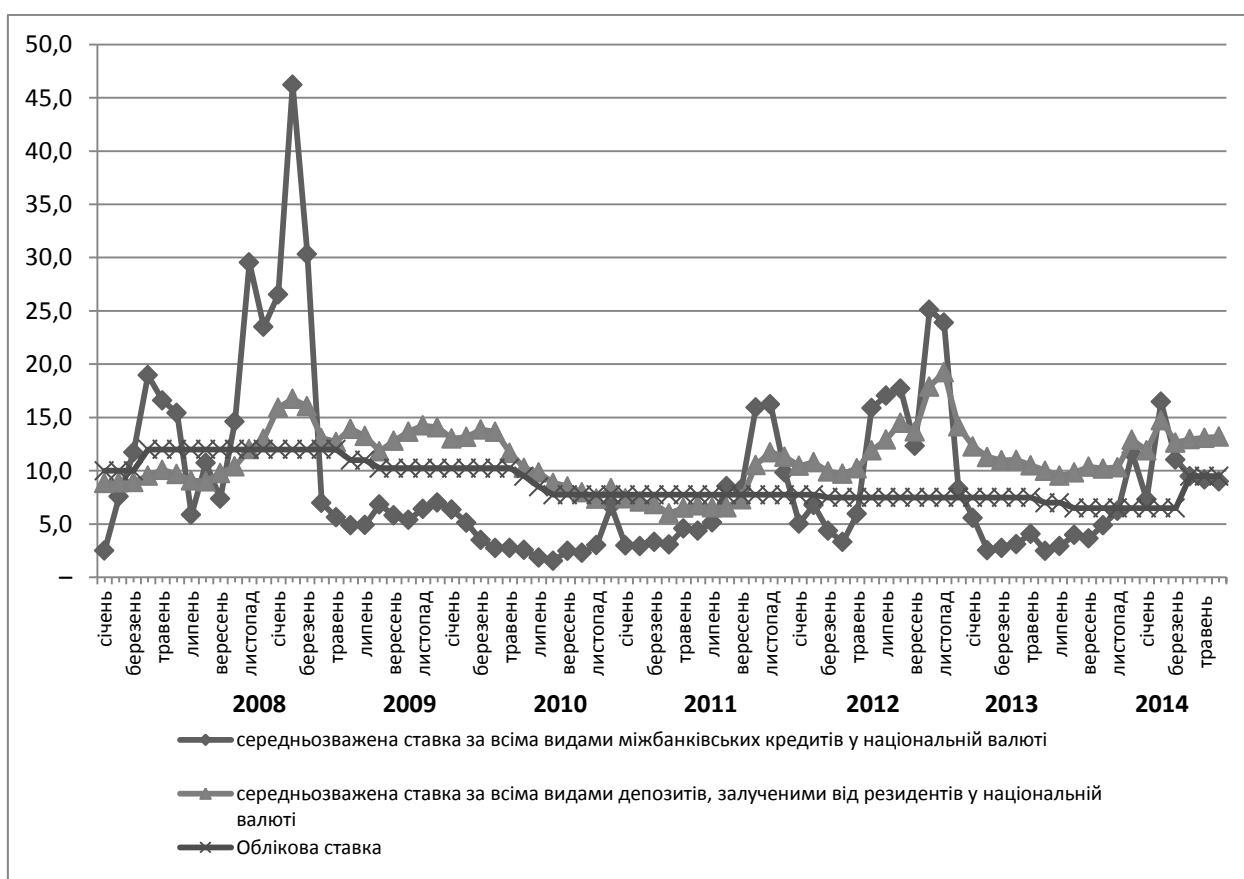


Рис. 2.8. Динаміка процентних ставок грошового ринку України у 2008–2014 рр.

Джерело: побудовано автором за [117].

Перевіримо наявність впливу офіційних процентних ставок рефінансування на темпи інфляції за допомогою кореляційного аналізу. Для цього дослідження було взято офіційні дані Національного банку за період з січня 2008 р. до червня 2014 р. щодо облікової ставки НБУ, ставки за операціями репо, ставки за кредитами овернайт та середньозваженої ставки за всіма інструментами. У ролі результативних показників розглянуто значення індексу споживчих цін (ІСЦ) та індексу цін виробників промислової продукції (ІЦВПП) до попереднього місяця й до попереднього року (усього 78 спостережень).

Згідно з одержаними результатами (див. табл. 2.6), додатні значення коефіцієнтів кореляції Пірсона між динамікою усіх офіційних ставок рефінансування та динамікою значень ІСЦ та ІЦВПП як до попереднього місяця, так і до попереднього року, свідчать про відсутність очікуваного впливу цих інструментів монетарної політики на темпи інфляції упродовж досліджуваного періоду. Неefективність процентної політики НБУ у цей період підтверджується і результатами аналізу з використанням рангової кореляції.

При дослідженні також проаналізовано вплив згаданих процентних ставок на темпи інфляції у період безпосередньо перед початком кризи в Україні та у час її найгострішої фази, тобто з червня 2008 р. і до грудня 2009 р. Одержані результати свідчать про відсутність зв'язку між обліковою ставкою НБУ та темпами інфляції (див. табл. 2.7). Натомість ставка за операціями репо має щільний зв'язок із темпами ІСЦ та ІЦВПП до попереднього року: коефіцієнт Пірсона становить $-0,869$ (за рівня значущості $\alpha=0,001$) та $-0,770$ ($\alpha=0,001$) відповідно. Динаміка середньозваженої ставки за всіма інструментами також корелює із темпами ІСЦ та ІЦВПП до попереднього року: коефіцієнт Пірсона становить $-0,505$ ($\alpha=0,05$) та $-0,391$ ($\alpha=0,05$) відповідно. Це підтверджують коефіцієнти рангової кореляції:

коефіцієнт Кендала для ІСЦ до попереднього року становить $-0,475$ ($\alpha=0,01$) і $-0,380$ ($\alpha=0,05$) для ІЦВПП до попереднього року та коефіцієнт Спірмена – $-0,634$ ($\alpha=0,01$) і $-0,564$ ($\alpha=0,01$) відповідно. За результатами даного кореляційного аналізу з'ясовано, що ставка за кредитами овернайт мала вплив лише на ІЦВПП до попереднього року: коефіцієнт Пірсона становить $-0,648$ ($\alpha=0,01$), коефіцієнт Кендала – $-0,549$ ($\alpha=0,001$) і коефіцієнт Спірмена – $-0,698$ ($\alpha=0,001$). Ставка за операціями репо упродовж досліджуваного періоду також справляла вплив на темпи інфляції, про що свідчать значущі коефіцієнти кореляції з ІСЦ та ІЦВПП до попереднього року.

Таблиця 2.6

Значення коефіцієнтів кореляції Пірсона (r), Кендала (τ) та Спірмена (ρ) між динамікою офіційних ставок рефінансування та динамікою значень ІСЦ та ІЦВПП протягом січня 2008 р. – червня 2014 р.

Офіційні ставки рефінансування, %		Індекс споживчих цін		Індекс цін виробників промислової продукції	
		До попереднього місяця	До попереднього року	До попереднього місяця	До попереднього року
Облікова ставка НБУ	r	0,402 ^{**}	0,760 ^{**}	0,203 [*]	0,489 ^{**}
	τ	0,309 ^{**}	0,644 ^{**}	0,190 [*]	0,375 ^{**}
	ρ	0,421 ^{**}	0,813 ^{**}	0,266 ^{**}	0,531 ^{**}
Ставка за операціями репо	r	0,468 ^{**}	0,639 ^{**}	0,181	0,421 ^{**}
	τ	0,230 [*]	0,611 ^{**}	0,170 [*]	0,457 ^{**}
	ρ	0,374 ^{**}	0,820 ^{**}	0,255 [*]	0,634 ^{**}
Ставка за кредитами овернайт	r	0,425 ^{**}	0,714 ^{**}	0,200	0,378 ^{**}
	τ	0,309 ^{**}	0,548 ^{**}	0,125	0,295 ^{**}
	ρ	0,457 ^{**}	0,750 ^{**}	0,204	0,440 ^{**}
Середньозважена ставка за всіма інструментами	r	0,528 ^{**}	0,706 ^{**}	0,303 ^{**}	0,429 ^{**}
	τ	0,339 ^{**}	0,572 ^{**}	0,228 ^{**}	0,299 ^{**}
	ρ	0,490 ^{**}	0,783 ^{**}	0,343 ^{**}	0,450 ^{**}

* $\alpha=0,05$, ** $\alpha=0,01$

Джерело: розраховано автором за даними [117].

Таблиця 2.7

Значення коефіцієнтів кореляції Пірсона (r), Кендала (τ) та Спірмена (ρ) між динамікою офіційних ставок рефінансування та динамікою значень ІСЦ та ІЦВПП протягом червня 2008 р. – грудня 2009 р.

Офіційні ставки рефінансування, %		Індекс споживчих цін		Індекс цін виробників промислової продукції	
		До попереднього місяця	До попереднього року	До попереднього місяця	До попереднього року
Облікова ставка НБУ	r	0,273	0,215	-0,294	0,301
	τ	0,267	0,063	-0,288	0,032
	ρ	0,314	0,115	-0,339	0,101
Ставка за операціями репо	r	-0,028	-0,869**	0,091	-0,770**
	τ	-0,320	-0,684**	0,081	-0,316
	ρ	-0,387	-0,877**	0,161	-0,548*
Ставка за кредитами овернайт	r	0,172	-0,364	-0,069	-0,648**
	τ	0,144	-0,321*	-0,238	-0,549**
	ρ	0,191	-0,484*	-0,321	-0,698**
Середньозважена ставка за всіма інструментами	r	0,059	-0,505*	0,077	-0,391*
	τ	-0,018	-0,475**	0,030	-0,380*
	ρ	-0,015	-0,634**	0,134	-0,564**

* $\alpha=0,05$, ** $\alpha=0,01$

Джерело: розраховано автором за даними [117].

Цікаво подивитися на проблему дієвості монетарних інструментів у підтриманні цінової стабільності в економіці з дещо іншого боку. На думку частини вітчизняних вчених, для пострадянських країн серйозну загрозу може становити логіка політичного ділового циклу, яка передбачає чергування стимулювальних і стримувальних заходів фінансової та монетарної політики залежно від стадії електорального циклу [18, с.48; 197, с.4–5]. Це зумовлено насамперед тим, що під час виборів люди у цих країнах часто більшого значення надають не зусиллям, докладеним владою для проведення реформ, а власному економічному становищу напередодні виборів. Оскільки протягом останнього десятиліття Україна пройшла через

цілий ряд чергових та позачергових виборів, питання про їхній вплив на розвиток економічної ситуації заслуговує уваги.

Як свідчать результати досліджень В. Шевчука за період 1997–2010 рр., в Україні присутні ознаки політичного ділового циклу, які проявляються у залежності економічної політики від близькості виборів та впливі виборчої компанії на динаміку ВВП [197, с.11]. Проведення виборів в Україні здебільшого супроводжується стимулювальною політикою, що характеризується збільшенням пропозиції грошової маси та підтриманням стабільності обмінного курсу [197, с.21]. Більше того, у зв'язку з електоральним циклом в Україні відбувається не лише чергування фаз інфляції та дезінфляції і поживлення та спаду, але й, що набагато гірше, консервація структурних деформацій [28, с.36].

Вдалим прикладом монетарного політичного циклу вважають період президентської кампанії 2004 року, коли перед виборами проводилася експансійна монетарна політика для стимулювання економіки і забезпечення успіху провладного кандидата. Протилежна ситуація мала місце у 2007–2008 рр., коли, з погляду частини науковців, в Україні було використано так званий “аргентинський” варіант політичного циклу, за якого метою стимулювальної політики є створення серйозних труднощів наступному урядові задля якнайшвидшого повернення до влади [28, с.41].

Погоджується з такою оцінкою В. Шевчук, який вважає, що динаміка пропозиції грошової маси у 2008–2009 рр. використовувалася для погіршення електоральних перспектив Ю.Тимошенко. На його думку, протягом 2008 р. Національний банк підтримував надмірну пропозицію грошової маси, яка “формально мала на меті підтримання ліквідності банківської системи, але насправді слугувала інструментальним чинником надмірної девальвації гривні” [197, с.15]. Натомість у 2009 р. пропозицію грошей було так стрімко знижено, що, ймовірно, “йшлося про свідому демонетизацію вітчизняної економіки – з відповідним негативним передвиборчим ефектом”; зате після завершення президентської кампанії з початку 2010 р. було відразу

відновлено стимулювальну монетарну політику [197, с.16]. Подібна аргументація використовується і для пояснення низьких темпів інфляції у 2011–2012 рр. – зацікавленістю влади у забезпеченні стабільності гривні напередодні парламентських виборів (осінь 2012 року), насамперед через зменшення надлишку грошової маси в економіці [18, с.48, с.53]. Динаміка грошового агрегату М2 та його квартальних приростів на рис. 2.9 та рис. 2.10 певним чином підтверджує цю точку зору.

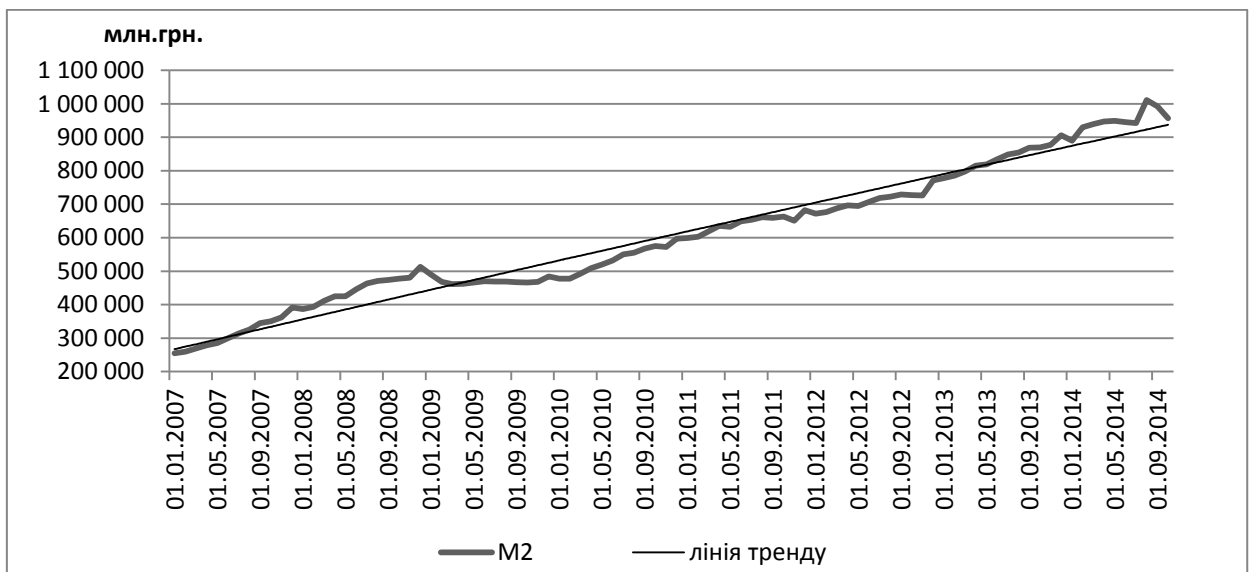


Рис. 2.9. Динаміка грошового агрегату М2

Джерело: побудовано автором за [117].

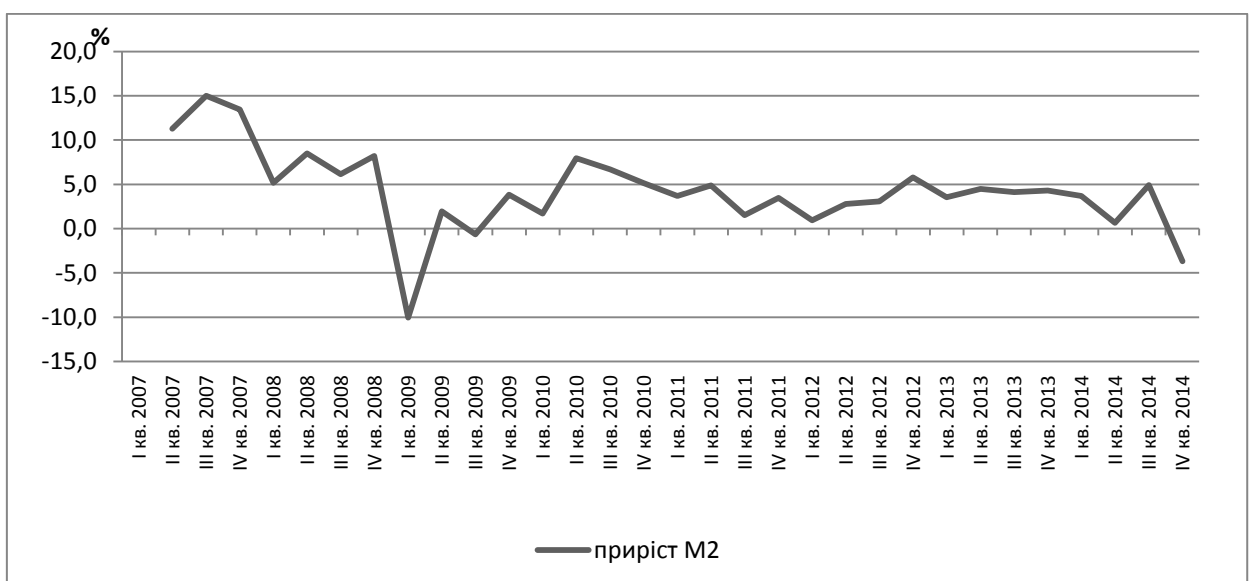


Рис. 2.10. Квартальний приріст грошового агрегату М2

Джерело: побудовано автором за [117].

Для ефективної боротьби з інфляційними процесами Національному банку необхідно розробити і дотримуватися антиінфляційної стратегії, яка базувалася б на оптимальному за наявних обставин монетарному режимі. Активне обговорення проблеми доцільності впровадження режиму інфляційного таргетування в Україні розпочалось ще понад десять років тому, коли вітчизняна економіка вийшла на траєкторію зростання та відбулась певна макроекономічна стабілізація.

Колишній керівник Експертно-аналітичного центру Ради НБУ А. Гриценко понад десять років тому ставив питання щодо розуміння змісту основної функції Національного банку України, яка визначена статтею 99 Конституції України як “забезпечення стабільності грошової одиниці держави” [41]. На його думку, категорія “стабільність грошової одиниці” повинна розглядатись з точки зору методології сумісно розділеного таргетування. Мається на увазі, що основною ціллю визначається досягнення стабільності грошової одиниці, яка залежно від поточних умов може передбачати таргетування інфляції або валютного курсу. А. Гриценко також зазначає, що інфляція здійснює безпосередній вплив на усі інші макроекономічні показники, тому вона повинна бути пріоритетною ціллю монетарної політики. З його погляду, в умовах збалансування економіки та грошово-кредитної сфери доцільно таргетувати інфляцію як найбільш інтегрований показник. Однак при нестабільності валютного курсу цей показник стає пріоритетним і підлягає першочерговому урівноваженню.

Починаючи з середини 2000-х років, вітчизняні науковці і практики активно обговорювали перспективи переходу до інфляційного таргетування в Україні. Буквально напередодні кризи 2008–2009 рр. Національним банком в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2008 р. було сформульовано основні положення середньострокової стратегії монетарної політики, які, зокрема, передбачали [19]: орієнтацію на необхідність поступового переходу до монетарного режиму, що базується на цінній стабільності; визнання необхідності певного перехідного періоду до

використання інфляційного орієнтиру як головної мети монетарної політики; посилення ролі процентної політики в системі монетарного регулювання економічних процесів; удосконалення процедур ухвалення монетарних рішень та системи комунікацій з громадськістю.

О. Дзюблюк у цей же час вказував на недостатню дієвість традиційних монетарних інструментів, таких як політика обов'язкових резервів, операції на відкритому ринку та політика облікової ставки, на відміну від операцій НБУ на внутрішньому валютному ринку. Однак, на його думку, Національний банк не повинен був відмовлятися від політики валютного таргетування на користь режиму інфляційного таргетування, оскільки в Україні станом на початок 2008 р. для цього не існувало об'єктивних передумов [50, с.13–14].

Питання впровадження інфляційного таргетування активно обговорювалося і в період кризи 2008–2009 рр. та у роки посткризового відновлення. В Основних засадах грошово-кредитної політики на 2009 р. зазначалося, що “Національний банк України концентруватиме зусилля на створенні спільно з Урядом макроекономічних, фінансових та інституційних умов для переходу до монетарного режиму, що ґрунтується на цінній стабільності”. Для цього після стабілізації ситуації в монетарній сфері передбачалось розроблення плану заходів з переходу до нового монетарного режиму, який, поміж іншого, мав би “відображати питання макроекономічної та фінансової збалансованості, застосування більш гнучких курсових режимів, розвитку внутрішнього ринку капіталів, удосконалення комунікацій з громадськістю тощо”. Це вимагає удосконалення законодавства, зокрема, ініціювання внесення змін до законів про Національний банк України та про Кабінет Міністрів України стосовно більш чіткого визначення поняття стабільність національної грошової одиниці, а також розмежування відповідальності за її забезпечення [116].

На шляху переходу до монетарного режиму, який базується на цінній стабільності, головними стали наступні кроки. Перш за все, це внесення змін

до Закону України “Про Національний банк України”, яким цінова стабільність визначена як головна ціль монетарної політики, посилена операційна незалежність центрального банку (в частині перерахування прибутку в бюджет тільки на наступний рік після аудиту), а також посилена роль правління та подовжено термін перебування Голови на посаді [140]. Крім цього, також посилено ефективність системи комунікацій між НБУ та економічними суб’єктами. Насамперед, йдеться про Монетарний огляд та Опитування ділових очікувань підприємств, які проводяться для з’ясування суспільної думки стосовно перспектив розвитку економічної ситуації в країні, інфляційного розвитку, оцінки суб’єктами господарювання поточної і майбутньої ділової активності та свого фінансового стану [10, с.13–14].

Попри постійні теоретичні дискусії щодо цієї проблеми, у яких брали активну участь представники як органів влади, так і наукової спільноти, до 2010 р. не вносились принципові зміни до законодавства для впровадження інфляційного таргетування в Україні. У липні 2010 р. в Україні внесено ряд змін до нормативних актів, які забезпечили достатні формально-юридичні умови для реформування монетарного режиму у напрямку впровадження інфляційного таргетування. Одним із ключових наслідків даної реформи було збільшення незалежності Національного банку України, що також вважається важливою передумовою впровадження інфляційного таргетування.

Є. Алімпієв стверджує, що режим інфляційного таргетування має всі необхідні переваги, щоб змінити наявний режим таргетування валютного курсу [4, с.28]. Проте він радить враховувати специфіку номінального якоря даного режиму – загального рівня цін, представленого основними індексами цін. Оскільки у вітчизняній економіці спостерігається відома властивість загального рівня цін по-різному змінюватися у бік зниження та зростання (аналіз динаміки дефлятора ВВП та ІСЦ за період 1996–2010 рр. підтвердив наявність ефекту “храповика” як у коротко-, так і в довгостроковому періодах).

А. Ставицький та В. Хом'як розглядають перспективи переходу до інфляційного таргетування з огляду на ефективність передавального механізму монетарної політики в Україні [167]. До III кварталу 2008 р. чинний монетарний трансмісійний механізм (МТМ) забезпечував стабільність та макроекономічну рівновагу, але у зв'язку зі світовою фінансовою кризою став неефективним. В умовах штучного утримання обмінного курсу гривні канали МТМ не могли ефективно функціонувати. На думку згаданих вчених суттєвий вплив обмінного курсу на рівень економічного розвитку в Україні був спричинений низкою чинників. По-перше, висока доларизація, викликана недовірою до національної валюти, унеможлилювала ефективну роботу інших каналів МТМ. По-друге, через значні обсяги доларової готівки поза банківською системою найменші економічні чи політичні потрясіння чинили тиск як на національну грошову одиницю, так і на інфляцію. По-третє, значний вплив обмінного курсу був наслідком відкритості української економіки та її орієнтованості на імпорт. Тому ці вчені, як і багато інших вітчизняних науковців, відстоюють позицію відмови від політики фіксованого обмінного курсу і переходу до режиму інфляційного таргетування, що дасть змогу ефективному функціонуванню усіх каналів МТМ [167, с.56–57].

Проблема подолання інфляції та досягнення монетарної рівноваги у національній економіці посідає чільне місце у дослідженнях вітчизняних і зарубіжних науковців. Досвід показує, що немає універсального підходу для її вирішення. Експерти з питань монетарного регулювання вважають оптимальним варіантом для України перехід до режиму інфляційного таргетування, хоча і розуміють, що на нинішньому етапі функціонування національної економіки відсутнє для цього необхідне підґрунтя. Тому, в сучасних умовах для стабілізації економіки важливим завданням є пошук дієвих ринкових інструментів впливу центрального банку на грошово-кредитний ринок та монетарну рівновагу загалом.

2.3. Ефективність взаємодії заходів монетарної, фіскальної та валютної політики в національній економіці

Важливою передумовою досягнення усталеного зростання національної економіки є ефективна взаємодія складових стабілізаційної політики та інших заходів уряду. Дії центрального банку, спрямовані на забезпечення цінової стабільності, без підтримки уряду матимуть лише обмежений характер. У разі нескоординованих дій у процесі реалізації інших видів економічної політики (фіскальної, валютної, зовнішньоекономічної) будь-які заходи з боку органів монетарної влади будуть неефективними та можуть призвести лише до зростання витрат центрального банку і нарощування інфляційних тенденцій [99].

Для скоординованих дій у сфері монетарного та бюджетного регулювання важливо враховувати потенційний вплив політики бюджетних видатків на економічне зростання та фінансову стабільність через цінові механізми та сукупний попит. Передусім, надмірне зростання частки чистих непродуктивних державних видатків (на оборону, на державне управління), що не створюють ринкових товарів, звужує пропозицію товарів на внутрішньому ринку, і за інших незмінних умов може призводити до зростання цін на товари інвестиційного та виробничого призначення. Поряд з іншими чинниками тиск на споживчі ціни може справляти надмірне зростання частки соціальних трансферів у загальному обсягу державних видатків. Натомість видатки на економічну діяльність, у структурі яких переважають державні інвестиції в інфраструктуру, справляють позитивний вплив на пропозицію товарів і послуг та не порушують рівновагу на споживчому ринку [185, с.105]. Загалом, неефективна структура і значні обсяги бюджетних видатків можуть негативно впливати на результативність застосування інструментів монетарної політики, спрямованих на досягнення стабільності національної економіки.

Неузгодженість заходів фіскальної та монетарної політики може виникати за наступних умов [185, с.108]. По-перше, якщо фактичні видатки уряду перевищують доходи, виникає дефіцит бюджету і відповідне зростання процентних ставок за кредит (якщо такий дефіцит покривається за рахунок запозичень на внутрішньому ринку), що безумовно справляє негативний вплив на інвестиційну активність. По-друге, зміни в структурі державних видатків, пов'язаних з надмірним збільшенням соціальних трансферів, безпосередньо впливають на зростання споживчого попиту і цін, яке неможливо призупинити за допомогою інструментів монетарної політики. І навпаки, заморожування рівня соціальних трансферів та зменшення їх частки в структурі державних видатків призводить до пригнічення споживчого попиту, зумовлює дефляційні процеси та уповільнення темпів економічного зростання.

Для скоординованого застосування інструментів фіскальної та монетарної політики необхідна узгодженість дій у сфері регулювання грошового обігу та оподаткування. Якщо зростання державних видатків фінансується за рахунок зростання податкового навантаження, це вимагає проведення політики “дешевих” грошей для компенсації фіскальних втрат бізнесу кращими умовами запозичень на внутрішньому ринку. Одним з шляхів поліпшення такої скоординованості є обмеження дискреції кожного з видів політики, тобто встановлення певних правил щодо їх реалізації [185, с.109–110].

У світовій науковій думці та економічній практиці тривають дискусії щодо питання про те, чи фіскальна та монетарна політика взаємодіють, чи все таки підпорядковані одна іншій. Однозначної відповіді досі немає. У вітчизняній науковій літературі мало уваги приділяється впливу стану державних фінансів на монетарну сферу і стабільність грошей, і такий вплив пов'язується виключно з дефіцитом державного бюджету. Натомість, іноземні науковці розглядають державні фінанси як дієвий чинник впливу уряду на грошовий ринок, на формування попиту і пропозиції грошей і їх

ціни незалежно від формального стану збалансованості його доходів і видатків [186, с.112].

Після краху командно-адміністративної системи перед Україною постала потреба в створенні нових інструментів фіскального та монетарного регулювання, які б відповідали умовам ринкової економіки, та адаптації окремих старих інструментів до нових умов. На початковому етапі, за відсутності ринкового досвіду, знань і навичок, часто застосовувався або російський досвід трансформації, який хоча і випереджав український, але не завжди був найкращим, або досвід розвинених країн, який не був адаптований до специфічних умов економіки перехідного періоду. У сукупності це призводило до вибору неоптимальних рішень під час формування заходів стабілізаційної політики, в тому числі і до неузгодженості її монетарної і фіскальної складових [27, с.9].

На початку 1990-х років домінувала фіскальна політика, в той час як монетарна в основному була спрямована на забезпечення інтересів економічної політики та бюджету. Зокрема, Статут Національного банку України, затверджений постановою Президії Верховної Ради України від 7.10.1991 року № 1605-ХІІ, визначав, що Національний банк “організує і здійснює разом з Міністерством фінансів України ... касове виконання державного бюджету республіки”, а також забезпечує “спрямування кредитних ресурсів в пріоритетні галузі економіки...” [142]. При цьому про незалежність Національного банку навіть не згадувалось, а питання координації монетарної та фіскальної політики взагалі не ставилось.

Як наслідок, у період 1992–1995 рр. в Україні застосовувалась практика фінансування Національним банком дефіциту бюджету, яка за своєю суттю була прямим кредитуванням уряду. У цей час фіскальна політика була надзвичайно м'якою. Монетарна політика фактично була підпорядкована м'якій фіскальній політиці [27, с.9–12]. Поєднання експансійної фіскальної та монетарної політики стало причиною макроекономічної нестабільності,

розгортання гіперінфляційних процесів, значного скорочення виробництва та погіршення добробуту населення.

Антиінфляційні заходи НБУ здебільшого не отримували підтримки органів законодавчої та виконавчої влади. Через розбіжності у курсах фіскальної та монетарної політики, стабілізаційні заходи НБУ мали локалізований ефект на монетарну сферу і майже не вплинули на сферу виробництва та державні фінанси [119, с.388–389].

Головними уроками цього періоду стали необхідність надання Національному банку України незалежності в питаннях розроблення та реалізації монетарної політики з метою приборкання гіперінфляційних процесів, руйнівні макроекономічні наслідки високого дефіциту бюджету та його емісійного фінансування, а також згубність штучної фіксації курсу гривні без наявності необхідних макроекономічних передумов [27, с.12].

У 1996–1999 рр. монетарна політика отримала певну незалежність від фіскальної, яка залишалась відносно м'якою (хоча офіційний рівень дефіциту бюджету і зменшився, існував прихований дефіцит у вигляді накопичення бюджетних заборгованостей), і стала більш жорсткою [27, с.12]. Таке поєднання дало змогу поступово знизити рівень інфляції, призупинити темпи скорочення виробництва та доходів населення, хоча відновити їх зростання так і не вдалось. Натомість платою за збереження м'якої фіскальної політики стало накопичення боргових проблем, що загрожувало стабілізаційним процесам, які розпочались [27, с.14].

У цей період актуальною проблемою була надмірна участь фіскального механізму в формуванні сукупного попиту, що вело до зниження ролі грошово-кредитного механізму, послаблення його стимулювального впливу на розвиток виробництва. Таке витіснення грошово-кредитного механізму бюджетним спостерігалось у 1996–1998 рр. [186, с.115]. Для покриття великих бюджетних видатків значна маса грошових ресурсів відволікалася з фінансового ринку, а для потреб кредитування їх не вистачало. Окрім того, високий попит з боку держави на позичкові кошти, що часто підкріплювався

адміністративним тиском, стримував зниження ринкової процентної ставки, у тому числі й на банківські кредити, що в свою чергу обмежувало доступ економічних суб'єктів до кредитів банків.

Таке витіснення кредитного механізму можливе й опосередковано – через надмірне фіскальне вилучення ресурсів у економічних суб'єктів, у результаті чого знижується їх платоспроможність та знижуються можливості банків впливати на пропозицію грошей і сукупний попит. Така ситуація мала місце в Україні в 1999–2002 рр., коли фіскальний тиск зростав, а фінансовий стан економічних суб'єктів був незадовільним. Майже половина підприємств у цей період працювало збитково. Банки були вимушені накопичувати надмірну ліквідність, розміщувати її у депозитні сертифікати НБУ з низькою доходністю та у високоризиковані державні цінні папери [186, с.115].

Окрім інструментальної неузгодженості монетарної та фіскальної політики в Україні існує також неузгодженість термінів обміну інформацією при розробленні основних прогнозних і програмних документів Уряду та НБУ. Відповідно до Бюджетного кодексу України, Національний банк України до 1 квітня року, що передує плановому, подає до Верховної Ради України та Кабінету Міністрів України проект “Основних засад грошово-кредитної політики” на наступний рік для розроблення “Основних напрямів бюджетної політики”. При цьому прийняття Кабінетом міністрів України “Прогнозу економічного і соціального розвитку України” передбачено до 15 травня, а “Основних напрямів бюджетної політики” – до 25 травня. Таким чином, НБУ змушений розробляти напрями монетарної політики в умовах повної невизначеності фіскальної політики та основних прогнозних макроекономічних показників Уряду.

Питання удосконалення координації монетарної та фіскальної політики є актуальним і вимагає застосування відповідних заходів з боку НБУ, Уряду та Верховної Ради України [14, с.325]. Варто відзначити, що за останні роки певні кроки в цьому напрямку вже зроблено. Зокрема створені правові умови для регулювання впливу бюджетного дефіциту на грошовий ринок. Після

тривалих пошуків і дискусій Україна законодавчо розмежувала фіскальний і монетарний механізми [186, с.121]. Розмежувала їх цілі і завдання, заборонила пряме фінансування НБУ бюджетних видатків, закріпила емісійне право виключно за банківською системою, визначила високий рівень незалежності НБУ від органів виконавчої та законодавчої влади. Все це дало можливість вийти на загальноприйнятій у світовій практиці засади взаємодії фіскального і грошово-кредитного механізмів.

Особливо гостро проблема взаємодії заходів фіскальної та монетарної політики постала напередодні кризи, що спалахнула восени 2008 р. Попри декларування цілі боротьби з інфляцією, уряд не здійснював ключових антиінфляційних кроків, а підвищував бюджетні видатки. Тобто, мала місце нескоординованість політики двох органів державного управління: у той час, коли Національний банк проводив монетарну політику, спрямовану на зменшення інфляційного тиску (у тому числі шляхом підтримання оптимального рівня ліквідності банківського сектору), уряд продовжував експансійну бюджетну політику, спрямовану на поточне споживання [54].

Пошук ефективних шляхів узгодження заходів фіскальної та монетарної політики залишається одним із головних завдань вітчизняних науковців і практиків. Окрім того, важливою ланкою досягнення макроекономічної стабільності є взаємодія монетарної політики із валютним регулюванням.

Розгляньмо далі, як центральний банк за допомогою інструментів валютного регулювання впливав на ситуацію на грошово-кредитному ринку.

Першим кроком до становлення самостійної валютної політики було введення НБУ у листопаді 1992 р. перехідної національної валюти – карбованця (в готівковому обігу – купонів). Це дало Національному банку можливість самостійно регулювати емісію та потоки грошей. Проте, В. Стельмах вказує на низку недоліків, що супроводжували перший етап грошової реформи, а саме: відсутність належного юридичного статусу купона, обмеженість сфери його обігу, розрив у часі між введенням купона та

українського карбованця [103, с.88]. Ці чинники, у поєднанні з інфляційними процесами та м'якою монетарною політикою того часу, стали підґрунтям для знецінення купоно-карбованця щодо рубля та інших іноземних валют. Відповідно до Декрету Кабінету Міністрів з грудня 1992 р. офіційний курс українського карбованця встановлювався за результатами торгів на міжбанківській валютній біржі. Комерційним банкам надавалась можливість встановлення власних курсів з відхиленням від офіційного $\pm 2,5\%$.

Однак встановлення плаваючого курсу супроводжувалось низкою негативних чинників: відсутністю належних умов для розвитку зовнішньоекономічного потенціалу країни; відсутністю у держави необхідних золотовалютних резервів; розвитком інфляційних процесів, а також значним дефіцитом платіжного балансу. У результаті, попит на валюту значно перевищував її пропозицію, що спричинило падіння валютного курсу. З 12 серпня 1993 р. Національним банком України згідно з рішеннями уряду було запроваджено фіксований курс українського карбованця стосовно долара США, німецької марки та російського рубля. Проте, фіксація валютного курсу не обійшлась без негативних наслідків, зокрема: зменшення експорту продукції з оплатою в іноземній валюті; загострення проблеми дефіциту платіжного балансу; збільшення відпливу капіталів за кордон; зростання обсягів спекулятивних операцій і зловживань, пов'язаних з різницею між офіційним фіксованим курсом національної валюти та реальним ринковим його значенням [49, с.9–10]. Ціни в 1993 р. зросли на 10156% [22]. У цей період НБУ практично був позбавлений самостійності і постійно зазнавав тиску з боку законодавчої і виконавчої влади [152, с.813].

З вересня 1993 р. в Україні існувало принаймні чотири обмінних курси валюти: офіційний курс НБУ, аукціонний, комерційний курс купівлі-продажу готівки та курс чорного ринку. Така валютна політика мала багато негативних наслідків, серед яких погіршення рахунку поточних операцій платіжного балансу України, розвиток тіньової економіки, втрата валютних резервів тощо. Основною причиною цих наслідків були спекуляції з боку

усіх суб'єктів економічної діяльності, які намагалися використати різницю в курсах для отримання прибутку, що в свою чергу означало додаткові витрати та збитки для держави [122, с.5].

Щоб стабілізувати певною мірою курс карбованця до іноземних валют, з жовтня 1994 р. НБУ запровадив уніфікований курс карбованця до іноземної валюти, який визначався за результатами торгів на Українській міжбанківській валютній біржі (УМВБ). Задля захисту національної валюти з листопада цього ж року не видавалися ліцензії на здійснення торгівлі та надання послуг з оплатою в іноземній валюті, таким чином обмежено готівковий обіг іноземної валюти [103, с.91].

Політика НБУ з 1996 р. в основному була зосереджена на підтримці стабільності обмінного курсу гривні щодо долара США [66, с.119]. Проте, як відомо з моделі Мандела–Флемінга, неможливо одночасно підтримувати стабільний обмінний курс, забезпечувати мобільність капіталу та проводити незалежну монетарну політику. Таким чином, в умовах малої відкритої економіки при підтримці стабільності обмінного курсу стан національної економіки значною мірою залежав від зовнішніх чинників (зокрема, цін на нафту та метали), а монетарна влада не мала дієвих механізмів згладжування економічних коливань.

У результаті політики монетарної стабілізації та зростання довіри до національної валюти у 1996–1997 роках спостерігалось поступове підвищення та стабілізація реального обмінного курсу. Грошова реформа, що проводилась в цей час (з 2 по 16 вересня 1996 р.), жодним чином не вплинула на динаміку обмінних курсів на валютному ринку. Проте, уже в другому півріччі 1998 р., через нестабільність міжнародних ринків капіталу та зниження інтересу нерезидентів до українських ОВДП обмінний курс гривні різко знизився. НБУ вдався до низки адміністративних обмежень, у результаті чого до березня 1999 р. стабільність на валютному ринку вдалося відновити. Більшість із запроваджених обмежень було скасовано, окрім обов'язкового продажу експортерам 50% валюти зі своїх рахунків [171, с.99].

Валютно-курсова політика в Україні у 1997 р. була спрямована на забезпечення керованості курсу національної валюти в межах валютного коридору 1,7–1,9 грн. за долар США, офіційно встановленого у вересні цього ж року [36, с.24]. У вересні 1998 р. оголошено новий валютний коридор 2,5–3,5 грн. за долар США [64, с.60]. Такий підхід до управління валютним ринком, дав змогу визначити чіткі орієнтири для учасників зовнішньоекономічної діяльності, а завдяки жорсткій верхній межі вдалось попередити інфляційні очікування й не допустити девальвації національної грошової одиниці. Система валютного коридору відіграла важливу антиінфляційну роль у системі заходів монетарної політики у 1997–1998 рр. та в першому півріччі 1999 р. [36, с.24].

Ключову роль у регулюванні валютного ринку мало ухвалення в 1999 р. Закону України “Про Національний банк України”. Згідно цього закону, Національний банк, зокрема встановлює порядок здійснення операцій в іноземній валюті, організовує і здійснює валютний контроль за банками та іншими фінансовими установами.

Логічним продовженням послідовної політики лібералізації валютного ринку у другому півріччі 1999 р. стала відмова Національного банку від режиму валютного коридору і введення режиму плаваючого обмінного курсу. Така валютна політика була офіційно задекларована у лютому 2000 р. [62]. Перехід до режиму плаваючого обмінного курсу, а також запровадження в грудні 1999 р. на міжбанківському ринку Торговельної сесії забезпечили стабілізацію курсу національної валюти. Завдяки використанню виключно ринкових монетарних інструментів на початку 2000 р. Національному банку вдалося забезпечити високий рівень контролю за національним валютним ринком та стабільність гривні [36, с.26].

У період 2000–2004 рр. в Україні, незважаючи на офіційне запровадження плаваючого валютного курсу, фактично Національний банк утримував курс на встановленому рівні, дозволяючи лише незначні коливання. Проте, починаючи з 2005 р. Національний банк фактично

перейшов до більшої гнучкості курсоутворення гривні і значення офіційного обмінного курсу національної грошової одиниці наблизилося до ринкового [36, с.27]. Це сприяло збільшенню припливу іноземної валюти на національний валютний ринок і також поповнення золотовалютних резервів України. У результаті такої політики НБУ вдалося забезпечити збалансування попиту і пропозиції валюти, стабілізацію курсу національної валюти, розвиток валютного ринку та зовнішньоекономічної діяльності [103, с.96–97].

Проведення валютно-курсової політики тісно пов'язане із динамікою економічного розвитку країни. Упродовж тривалого проміжку часу утримання сталого обмінного курсу гривні було своєрідним якорем стабільності. Проте, в умовах спаду економічної активності, валютний курс відіграв роль ключового антиінфляційного інструменту. Зокрема, 20 травня 2008 р. Національним банком було проведено укріплення гривні на 4 %, як наслідок гривня ревальвувала з 5,05 грн. до 4,85 грн. за долар США. У результаті певної нестабільності обмінного курсу гривні щодо інших валют, що мало місце починаючи з 2005 р., у 2008 р. відбулась рекласифікація Міжнародним валютним фондом валютного режиму України з де-факто фіксації до долара на режим керованого плавання [36, с.28–29].

У Таблиці 2.8 відображено ситуацію на валютному ринку з 1993 р. по 2014 р. Упродовж 1993–1995 рр. спостерігалася девальвація українського купоно-карбованця щодо долара США, але з уведенням у 1996 р. гривні девальвація національної валюти була незначною. З початком фінансової кризи 1998 р. ситуація на валютному ринку погіршилась, проте уже 2001 р. гривня ревальвувала щодо долара. З 2006 р. і до I кварталу 2008 р. курс гривні щодо долара США був незмінним. У кризовий 2008 р. українська гривня девальвувала у номінальному значенні щодо долара США на 52,5%. 2013 рік був стабільним, але у зв'язку з останніми подіями в Україні, у 2014 р. гривня девальвувала щодо долара на 97,28 %.

Таблиця 2.8

**Девальвація (-), ревальвація (+) гривні щодо долара США до
попереднього періоду, %**

1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
-1870	-726	-72	-5	-1	-80	-52	-4.18	+2.50	-0.6	0.02
2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
0.49	4.81	0.00	0.00	-52.5	-3.7	+0.29	-0.35	-0.04	0.00	-97.28

Джерело: [22].

Т. Савченко та М. Єпіфанова дійшли висновку, що найбільш ефективно інструменти валютного регулювання застосовувалися упродовж 2006–2007 рр., коли фактичні показники валютного курсу та офіційних резервів відповідали цільовим орієнтирам, а найменш ефективно – протягом 2008 р., що обумовило суттєве порушення задекларованих в “Основних засадах грошово-кредитної політики на 2008 рік” параметрів розвитку валютного ринку України [155, с.169].

Зосередимо далі увагу на взаємодії валютної та монетарної політики у час кризи 2008–2009 рр. та наступний період. Зважаючи на прогнози експертів щодо прискорення темпів інфляції, Національний банк намагався знизити інфляцію у 2008 р. У вересні-листопаді цього ж року в умовах загострення ситуації на фінансовому ринку унаслідок нестабільності обмінного курсу, населення в очікуванні падіння курсу гривні масово подалося до банків, щоб отримати гривневі заощадження і конвертувати їх в іноземну валюту. Таким чином, у результаті таких панічних настроїв, курс гривні лише за жовтень 2008 р. знизився більш як на 20%, а до кінця року загалом – на 52,5% [34, с.13–14].

Задля стабілізації ситуації на валютному ринку Національний банк вдався до адміністративних заходів, що передбачали обмеження, спрямовані на скорочення попиту на іноземну валюту та призупинення відпливу

капіталу і банківських депозитів. Було введено у дію цільові валютні аукціони для задоволення потреб клієнтів банків. Періодично НБУ здійснював валютні інтервенції з продажу валюти, скеровуючи ринок у потрібне русло. Також Національний банк змінив методику розрахунку валютної позиції банків та встановив ліміти валютної позиції, що збільшило пропозицію іноземної валюти на міжбанківському ринку [123, с.6–7].

Дані Таблиці 2.9 свідчать про те, індекс номінального обмінного курсу практично з 2000 р. і до жовтня 2008 р. мав від'ємне значення, що знижувало запас цінової конкурентоспроможності економіки України. Попри це, внутрішні ціни мали тенденцію до зростання. Як зазначає В. Міщенко, не зовсім правильно ототожнювати стабільність гривні лише з незмінністю її обмінного курсу [98, с.4]. Він стверджує, що стабільність національної грошової одиниці в першу чергу визначається внутрішньою купівельною спроможністю на споживчому ринку. Тому важливішим завданням є досягнення цінової стабільності, аніж дотримання певного значення обмінного курсу національної валюти. Більше того, в умовах відкритої економіки через високу мобільність капіталу неможливо одночасно виконати ці завдання. На думку В. Міщенка, фінансова лібералізація за відсутності гнучкого курсоутворення робить економіку країни вразливою до зовнішніх шоків, а антиінфляційний вплив курсової стабільності значно послаблюється.

Для зниження девальваційного тиску на гривню Національний банк у жовтні – грудні 2008 р. проводив активні інтервенції з продажу іноземної валюти, обсяг яких упродовж цього періоду становив 10,3 млрд. дол. США [105]. Нормалізації ситуації на валютному ринку сприяли і нормативні зміни стосовно особливостей його функціонування. Зокрема, у листопаді – грудні 2008 р. Національний банк посилив механізми банківського контролю за операціями клієнтів з репатріації за межі України іноземних інвестицій, обмежив право банків здійснювати арбітражні операції з купівлі та продажу іноземної валюти, запровадив проведення інтервенцій через механізм валютних аукціонів, уніс зміни до порядку курсоутворення (згідно з якими

офіційний курс гривні до долара США має визначатися на рівні курсу, встановленого на міжбанківському валютному ринку України) [105].

Таблиця 2.9

Динаміка обмінного курсу грн./дол. та інфляції у 2000–2008 рр.

Показники	Роки								2008 (9 місяців*)	2008 (жовтень*)
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007		
Індекс номінального обмінного курсу (у %, у середньому за рік)	131,7	98,7	99,3	100,0	99,8	96,2	98,6	100,0	98,2	116,5
Індекс споживчих цін (у % до попереднього року)	128,2	112,0	100,8	105,2	109,0	113,5	109,1	112,8	126,2	125,8
Індекс цін виробників промислової продукції (у % до попереднього року)	120,8	100,9	105,7	107,6	120,5	116,7	109,6	119,5	137,8	137,8

* До відповідного періоду 2007 р.

Джерело: [22].

Упродовж практично всього 2009 року на валютному ринку відчувався дефіцит іноземної валюти, фундаментальним чинником якого було зниження порівняно з 2008 р. валютних надходжень як за експортними операціями, так і за зовнішніми кредитами та депозитами нерезидентів. За таких умов, з метою мінімізації девальваційного тиску на гривню та стабілізації ринкових очікувань Національний банк України у 2009 р. активно проводив валютні інтервенції на міжбанківському ринку та цілеспрямовано підтримував платежі за зовнішніми борговими зобов'язаннями. З лютого 2009 р. Національний банк України ініціював проведення цільових аукціонів з

продажу іноземної валюти населенню для підтримки його кредитних зобов'язань в іноземній валюті, на яких протягом року було продано 1,4 млрд. дол. США (в еквіваленті). Загалом у 2009 р. від'ємне сальдо валютних інтервенцій Національного банку України збільшилося до 10,4 млрд. дол. США порівняно з 3,9 млрд. дол. у 2008 р.

Утім, динаміка курсу гривні до долара США протягом 2009 р. була нерівномірною. Так, на початку року спостерігалися різкі девальваційні сплески як на міжбанківському, так і на готівковому сегментах валютного ринку. Натомість протягом березня-квітня коливання ринкового курсу гривні були незначними, а в травні навіть спостерігалось його укріплення на обох сегментах валютного ринку. Однак з кінця червня поступово відновилося тенденція щодо знецінення гривні відносно долара США, яку вдалося зупинити тільки наприкінці року.

Однією з найбільш проблем вітчизняної економіки є недовіра до національної грошової одиниці, що супроводжується високим рівнем доларизації. Для оцінки рівня доларизації економіки використовують багато показників, проте, на нашу думку, чотирма основними є:

- рівень доларизації за депозитами – частка депозитів в іноземних валютах у загальній сумі усіх депозитів національної банківської системи;
- рівень доларизації за кредитами – частка кредитів в іноземних валютах у загальній сумі усіх кредитів, наданих національною банківською системою в економіку;
- рівень доларизації за M2 – відношення обсягів депозитів в іноземних валютах до обсягів грошового агрегату M2;
- обсяги готівкових заощаджень поза банками, що відображається у обсягах купівлі-продажу валюти населенням.

Аналіз цих показників свідчить, що українська економіка належить до високодоларизованих. На рис. 2.11 відображено обсяги усіх депозитів, залучених банківською системою, та частки депозитів в іноземних валютах. З 2007 р. по 2009 р. частка депозитів в іноземних валютах збільшилась з 32,3

до 48,3%, тобто майже половина усіх депозитів була інвалютною. Упродовж наступних років рівень доларизації за депозитами був досить високим (в середньому 43%) і знизився до 37% лише у 2013 р., однак уже в 2014 р. частка депозитів в іноземних валютах перевищила 45%.

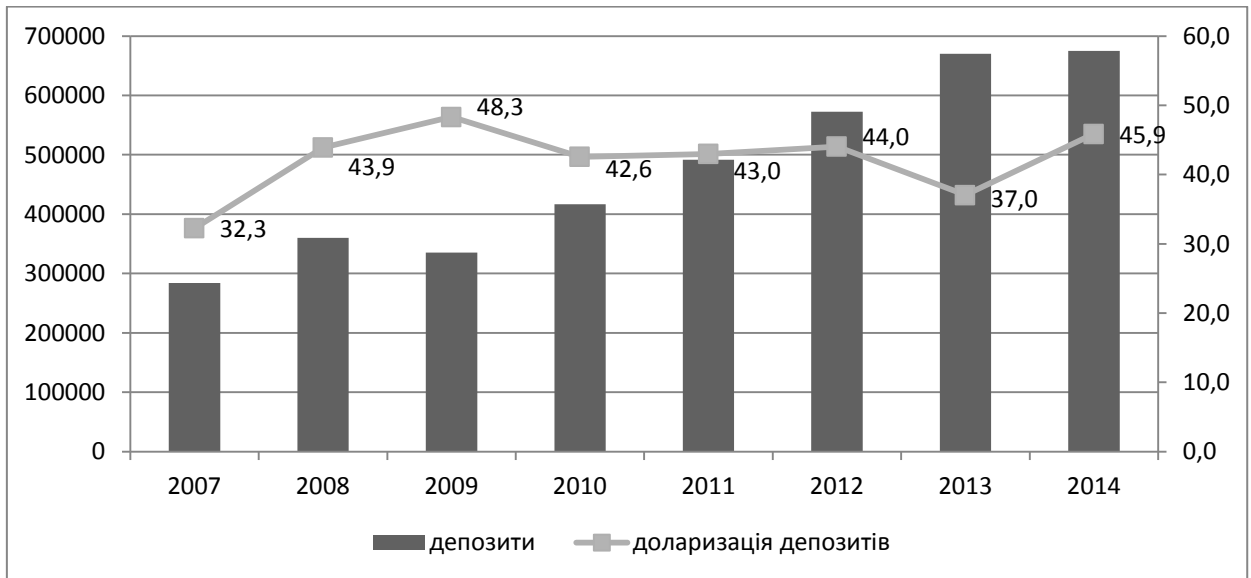


Рис. 2.11. Рівень доларизації депозитів у період 2007–2014 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [117].

Ще гірша ситуація з кредитами, залученими українською банківською системою. Аналіз рівня доларизації за кредитами свідчить, що половина (49,9%) усіх кредитів, наданих українськими банками у 2007 р., надавалась в іноземних валютах, а у кризовий 2008 р. частка таких кредитів була 59,1% (рис. 2.12). З 2009 р. обсяги кредитів постійно зростали, а частка інвалютних кредитів поступово зменшувалась. Однак, станом на грудень 2014 р. рівень доларизації за кредитами зріс до 46,3%, порівняно із 33,8% у 2013 р.

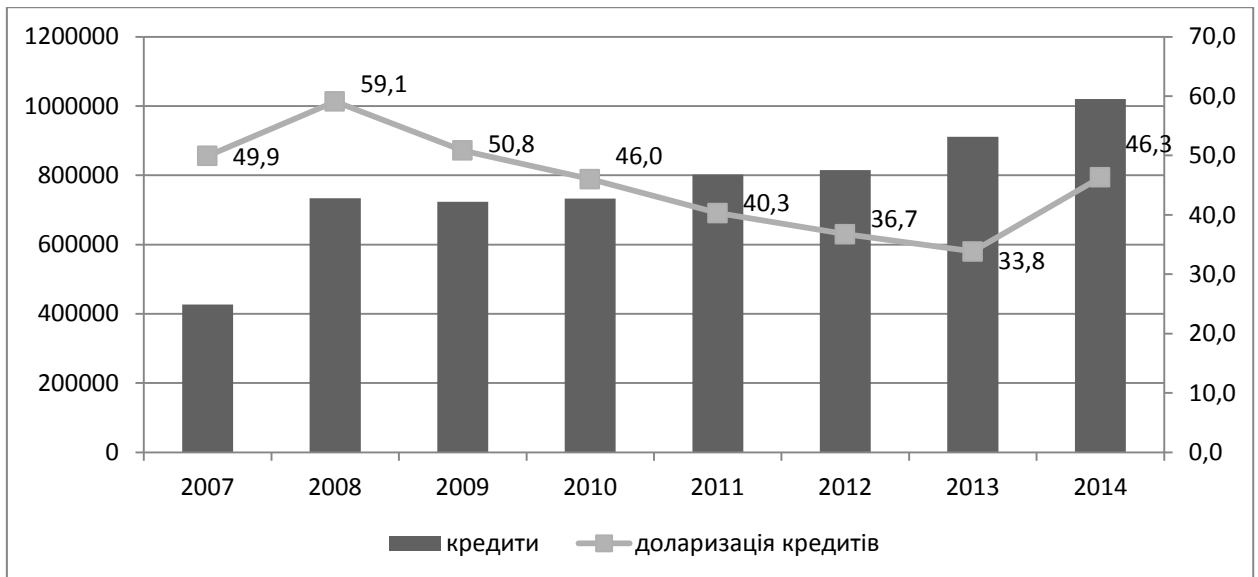


Рис. 2.12. Рівень доларизації за кредитами у період 2007–2014 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [117].

Відношення обсягів депозитів в іноземних валютах до обсягів грошового агрегату М2 також дає нам уявлення про рівень доларизації національної економіки. Упродовж досліджуваного нами періоду 2007–2014 рр. коливання цього показника були незначними – в межах 23–33% (таблиця 2.10).

Таблиця 2.10

Доларизація за грошовим агрегатом М2 у період 2007–2014 рр.

Період	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Депозити в іноземних валютах/М2, %	23,4	30,8	33,4	29,7	31,0	32,7	27,4	32,4

Джерело: побудовано автором на основі [117].

Важливе значення при оцінці рівня доларизації економіки країни мають обсяги готівкових заощаджень поза банками. Проаналізувавши по місяцях за два останні роки операції з купівлі-продажу валюти населенням, можна зробити висновки, що з січня по серпень 2013 р. обсяги купівлі валюти приблизно відповідали обсягам її продажу (рис. 2.13). З вересня 2013 р. по березень 2014 р. частка проданої валюти населенню у загальному обсязі валютних операцій в середньому була понад 60%. З квітня поточного

року обсяги купівлі-продажу валюти в рази зменшилися, що можна пояснити політикою Національного банку, спрямованою на обмеження купівлі населенням валюти. Однак, частка проданої валюти населенню у загальному обсязі валютних операцій і досі висока, крім того мають місце валютні спекуляції та процвітання “чорного” валютного ринку.

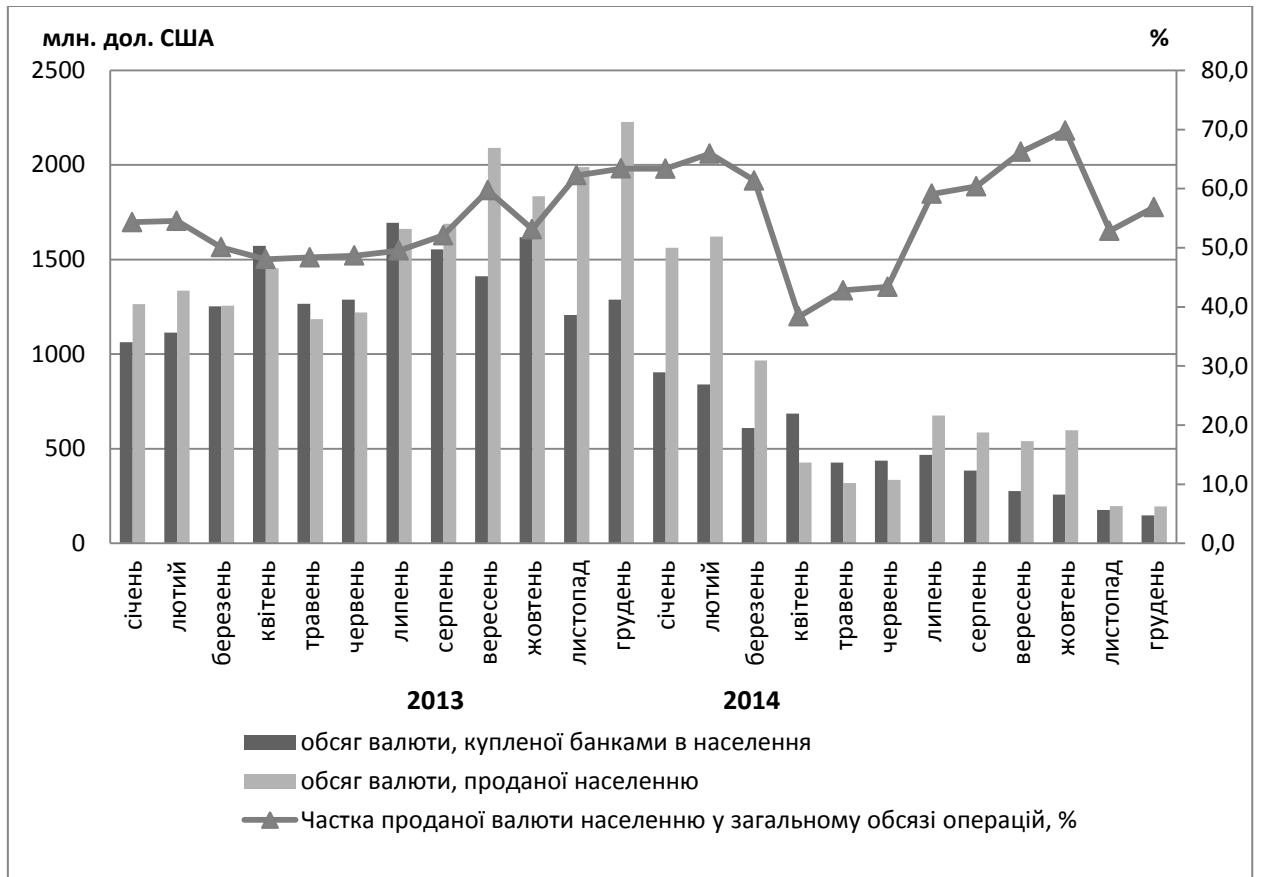


Рис. 2.13. Динаміка операцій з купівлі-продажу валюти населенням у 2013–2014 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [117].

Загалом у час кризи та посткризовий період операції НБУ з регулювання ліквідності мали переважно антициклічний характер: сприяли абсорбуванню надлишкової ліквідності у фазі зростання та слугували основним каналом нарощування грошової маси у період найбільшого спаду (див. рис. 2.14). Ці операції здебільшого виконують роль противаги операціям НБУ на національному валютному ринку (див. рис. 2.15). У періоди, коли НБУ викупує значні обсяги іноземної валюти, збільшуючи

грошову масу в обігу, паралельно проводяться операції з абсорбування надлишкової ліквідності. З іншого боку, у IV кварталі 2008 р. та I кварталі 2009 р. спостерігалися значні обсяги продажу іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України, які були одним із основних факторів дефіциту гривневої грошової маси у комерційних банках. Цей дефіцит НБУ компенсував за рахунок значних обсягів рефінансування. Викликає певне занепокоєння суттєве збільшення обсягів коштів банків, що мобілізовані регулятором шляхом розміщення власних депозитних сертифікатів під час економічного пожвавлення (з початку 2010 р.). Така тенденція свідчить про формування надлишкової ліквідності у комерційних банків, яку вони не можуть ефективно розмістити шляхом кредитування реального сектору економіки держави. Таким чином, недостатньо активне відновлення кредитування у фазі економічного пожвавлення може стримувати темпи економічного зростання.

Загалом, з огляду на неефективність традиційних монетарних інструментів, упродовж тривалого часу найдієвішим її засобом, з погляду О. Дзюблюка, були операції на внутрішньому валютному ринку, які через механізм інтервенцій забезпечували вплив на динаміку обмінного курсу національної грошової одиниці [50, с.13]. Водночас протягом декількох останніх років Національний банк, реагуючи на зміни поточної ситуації в економіці, виявляв наміри перейти до більш гнучкого курсоутворення [7; 8]. Проте остаточних рішень до зими 2013–2014 років, коли події вийшли з-під контролю центрального банку країни, не приймалося.

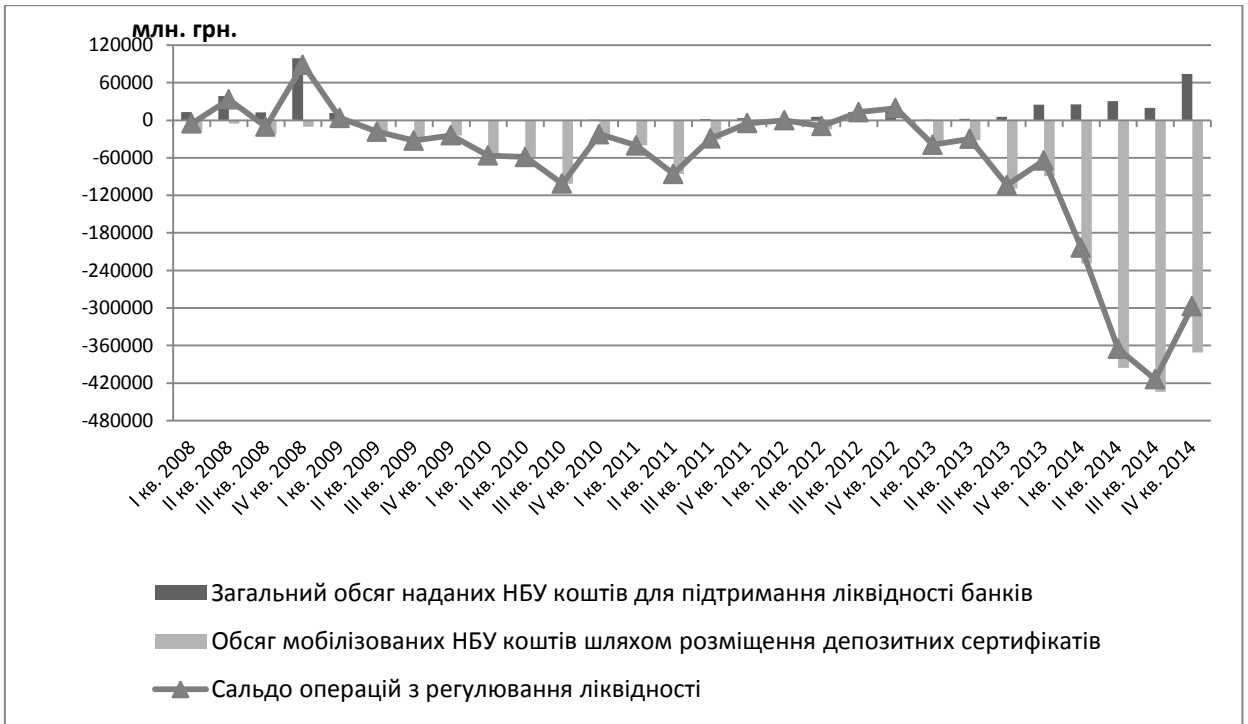


Рис. 2.14. Результати операцій НБУ з регулювання ліквідності банків у 2008 – 2014 рр.

Джерело: побудовано автором за [117].

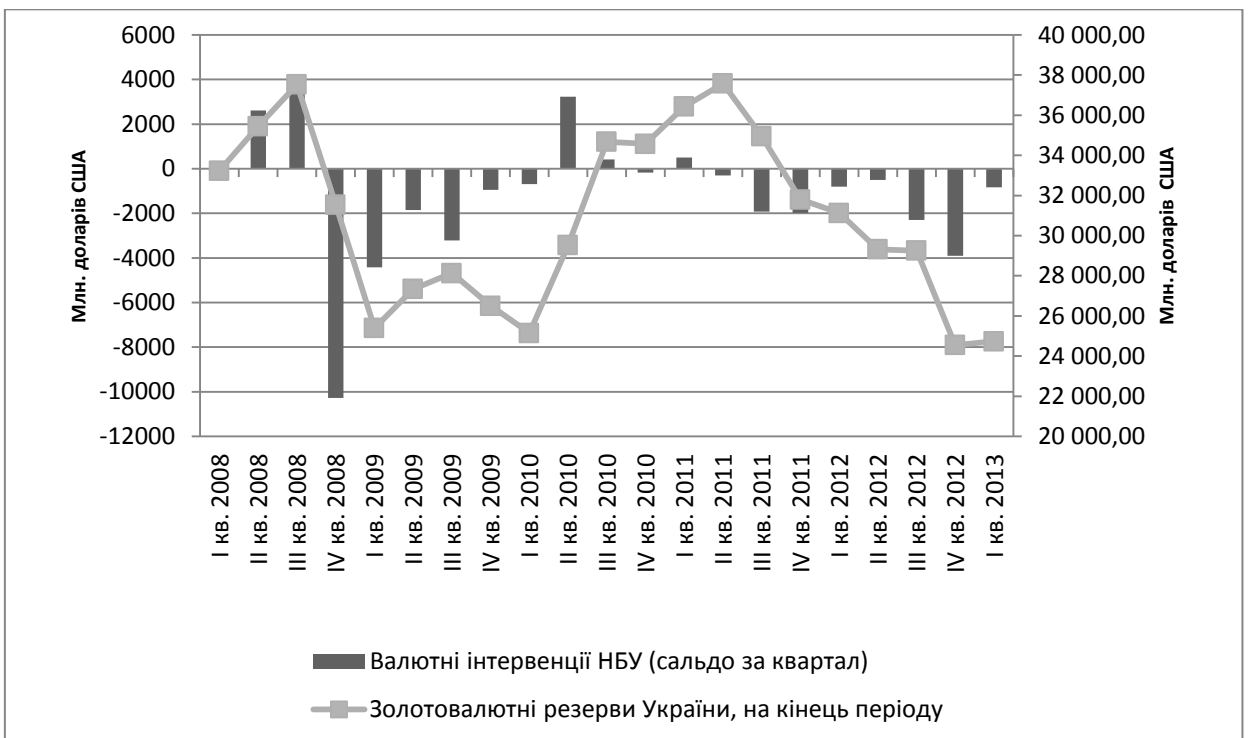


Рис. 2.15. Динаміка валютних інтервенцій НБУ та золотовалютних резервів у 2008 – 2013 рр.

Джерело: побудовано автором за [117].

Вже з початку січня 2014 р. курс долара в Україні почав помітно зростати. Лише з 27 по 31 січня на міжбанківському валютному ринку було продано майже 20 млрд. доларів (для порівняння, обсяги золотовалютних резервів на початок 2014 р. становили 20,4 млрд. дол.); тобто, ці резерви були співставними з тижневим попитом на валюту на міжбанківському ринку [29]. Є певні підстави вважати, що для Національного банку можливість суттєвого зниження курсу вітчизняної грошової одиниці не стала несподіванкою. Якщо за одинадцять місяців 2013 р. НБУ рефінансував комерційні банки на суму 43,9 млрд. грн., то лише у грудні обсяг позик рефінансування сягнув 27,6 млрд. грн. за середньою ставкою 7,13% річних [29].

На початку лютого падіння курсу гривні різко прискорилося. За цих умов Національний банк заявив про перехід до гнучкого курсоутворення на валютному ринку [114]. На цьому упродовж тривалого часу наполягав Міжнародний валютний фонд, визначаючи реальне гнучке курсоутворення однією з ключових умов отримання свого кредитування. Допустивши значне зниження обмінного курсу гривні, тодішня українська влада, як видається, вирішила прикрити свої прорахунки посиленням на виконання вимоги МВФ.

Несприятливий розвиток ситуації вимагав від Національного банку рішучих дій. Оскільки, за умов дестабілізації дієвість ринкових інструментів обмежується, з лютого 2014 р. НБУ вдався до запровадження ряду адміністративних заходів. Зокрема, постановою Правління Національного банку від 7 лютого 2014 р. було обмежено купівлю банками іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку України за дорученням фізичних осіб-резидентів і нерезидентів з метою переказу за межі України за поточними валютними неторговельними операціями і з граничною сумою в розмірі 50000 грн. (в еквіваленті) на місяць на одну фізичну особу [137].

Після зміни влади в Україні та анексії Криму Російською Федерацією знецінення національної грошової одиниці продовжилось і станом на кінець 2014 року офіційний курс гривні перевищив рівень у 15,7 грн. за долар США. З погляду багатьох фахівців, глибина падіння гривні пояснюється не лише

очевидними фундаментальними чинниками (неоголошена війна з Росією, серйозний економічний спад, проблеми балансування поточного рахунку), але й суб'єктивними – недостатньо професійними діями Нацбанку. Як видається, зокрема, одним з важливих чинників знецінення гривні стало повторення помилок НБУ жовтня–грудня 2008 року, коли центральний банк для уникнення банківської паніки і порятунку банківської системи надавав значні обсяги рефінансування комерційним банкам, але не забезпечував надійного контролю за цільовим використанням цих коштів [25].

На рис. 2.16 показано динаміку обмінного курсу гривні та сумарного рефінансування, наданого НБУ комерційним банкам, обсяги якого на кінець серпня перевищили 34,8 млрд. грн. (не забудемо ще про грудневі 2013 р. 27,6 млрд. грн.). Існування прямого зв'язку між зростанням обсягів позик рефінансування та курсом вітчизняної грошової одиниці у 2014 р. підтверджують результати кореляційного аналізу, для нього було використано тижневі дані щодо цих показників з сайту Національного банку України.

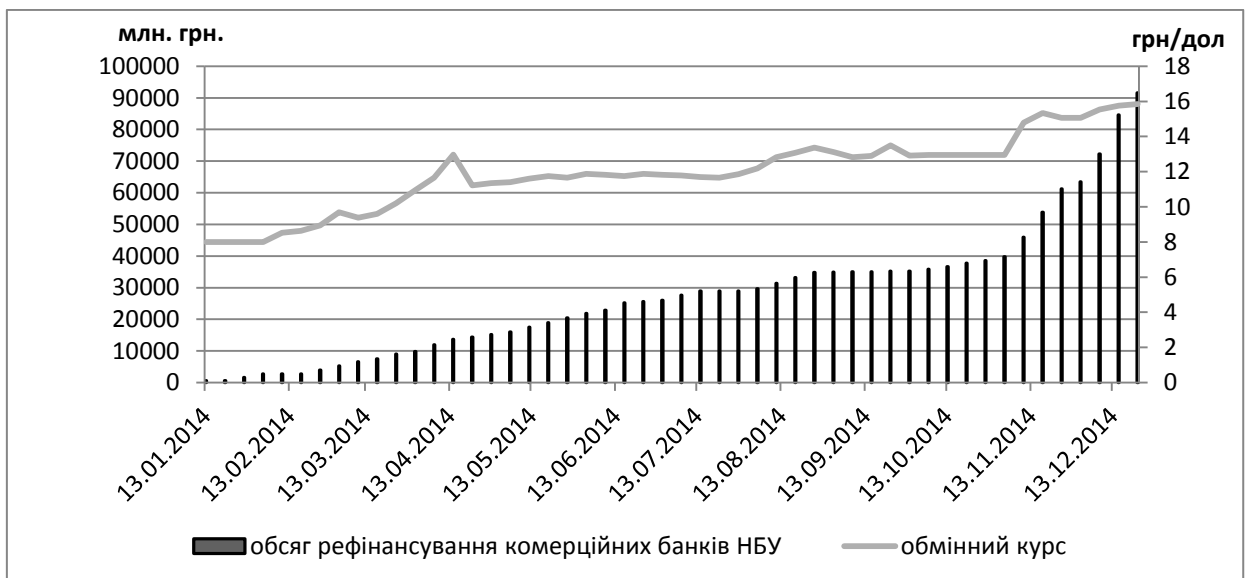


Рис. 2.16. Динаміка обмінного курсу гривні та обсяги рефінансування, надані НБУ комерційним банкам з січня 2014 р.

Джерело: побудовано автором на основі [117].

Коефіцієнт кореляції Пірсона між сумарним обсягом рефінансування та обмінним курсом гривні за період з січня по серпень 2014 р. становить 0,465 за рівня значущості $\alpha=0,01$ і 0,440 для лагу в один тиждень ($\alpha=0,05$). Подібні результати одержано і для коефіцієнтів рангової кореляції. Коефіцієнт Кендала становить 0,325 ($\alpha=0,01$) і 0,305 ($\alpha=0,05$) для лагу в один тиждень, а коефіцієнт Спірмена – 0,438 ($\alpha=0,01$) і 0,408 для лагу в один тиждень ($\alpha=0,05$).

Згодом, для оптимізації раніше ухвалених інструментів прямої дії для стабілізації вітчизняного валютного ринку Постановою 172 від 27 лютого 2014 р. доповнено положення Постанови 49 і встановлено право НБУ обмежувати роботу банківських установ в Системі підтвердження угод на міжбанківському валютному ринку України у випадку виявлення в діяльності будь-якої банківської установи операцій, що призводять до дестабілізації міжбанківського валютного ринку України. Крім цього, уповноважені банки були зобов'язані обмежити видачу (отримання) готівкових коштів в іноземній валюті з поточних та депозитних рахунків клієнтів через каси та банкомати банків у межах до 15000 гривень на добу на одного клієнта в еквіваленті за офіційним курсом НБУ [130].

У подальшому для забезпечення стабільності на грошово-кредитному та валютному ринках Національний банк дещо пом'якшив попередні обмеження, але й встановив нові, серед яких [131]: обмеження максимальної суми продажу готівкової іноземної валюти в обсязі 15000 грн. протягом одного операційного (робочого) дня в межах однієї банківської установи на одну особу; запровадження обмеження на суму переказів фізичними особами іноземної валюти за межі України тощо.

Загалом, упродовж року Національний банк встановлював цілу низку обмежень щодо грошово-кредитного та валютного ринків, час від часу пом'якшуючи їх або ж доповнюючи новими. Станом на кінець року діє Постанова №758 від 3 грудня 2014 р., згідно з якою [133]:

- діє вимога щодо обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті із-за кордону на міжбанківському валютному ринку, у тому числі безпосередньо Національному банку України, у розмірі 75 відсотків;
- Національний банк має право вимагати від банків призупинення проведення операцій, що мають підвищений ризик їх використання з протиправною метою, та отримувати документи, що підтверджують добросовісний характер здійснення таких операцій;
- дозволено здійснювати операції з продажу готівкової іноземної валюти або банківських металів одній особі в один операційний (робочий) день у сумі, що не перевищує в еквіваленті 3000 гривень у межах однієї банківської установи;
- за дорученням фізичних осіб за межі України дозволено здійснювати перекази іноземної валюти за поточними валютними неторговельними операціями: без підтвердних документів з поточного рахунку в іноземній валюті або без його відкриття – на суму, що в еквіваленті не перевищує 15000 гривень в один операційний (робочий) день. Фізичні особи-нерезиденти здійснюють такі перекази на підставі документів, що підтверджують джерела походження коштів; з поточного рахунку в іноземній валюті – на суму, що в еквіваленті перевищує 15000 гривень, але не більше ніж 150000 гривень на місяць. Фізичні особи-резиденти здійснюють такі перекази виключно на підставі підтвердних документів;
- призупинення випуску банками ощадних (депозитних) сертифікатів на пред'явника. Банкам дозволено випускати іменні ощадні (депозитні) сертифікати, номіновані як у національній, так і в іноземній валютах, зі строком їх обігу не менше шести місяців та здійснення погашення раніше випущених виключно шляхом перерахування коштів на рахунок власника сертифіката або його пред'явника;
- уповноважені банки мають право достроково повертати вклади, залучені в іноземній валюті за всіма типами договорів, крім вкладів, залучених з видачею іменних ощадних (депозитних) сертифікатів зі строком

їх обігу не менше шести місяців, у національній валюті за курсом купівлі іноземної валюти уповноваженого банку на день проведення операції;

– установлення для уповноважених банків ліміт загальної довгої відкритої валютної позиції банку (Л13-1) не більше 1% тощо.

Таким чином, задля стабілізації грошово-кредитного та валютного ринків, Національний банк поряд із ринковими монетарними інструментами широко використовував адміністративні заходи. Однак певні обмеження мали й негативні наслідки, зокрема обмеження на купівлю іноземної валюти призвело до активізації тіньового валютного ринку та спекуляцій із валютними операціями.

Отже, проведене нами дослідження підтвердило неефективність застосування в останні роки традиційних монетарних інструментів. Визначальна роль у стабілізації економічних процесів у час кризи та посткризового відновлення і до сьогодні відводиться валютній політиці. Завдяки прямим та опосередкованим заходам у валютній сфері, Національному банку вдається певним чином впливати на економічну кон'юнктуру.

Висновки до розділу 2

Україна пройшла нелегкий шлях переходу від грошово-кредитної системи радянського зразка до побудови цілком нової, повноцінної і самостійної банківської системи. У перші роки незалежності дії Національного банку здебільшого суттєво залежали від рішень законодавчої та виконавчої влади. Характерною ознакою кредитного ринку України у 1992–1994 рр. було адресне кредитування, яке передбачало вливання коштів у пріоритетні, на думку влади, галузі економіки, що загалом негативно позначалося на розвитку кредитних відносин.

У період економічного зростання (2000–вересень 2008 рр.) суттєво покращилось кредитування суб'єктів господарювання, з'явилися нові види кредитів, розширилися масштаби кредитування, збільшилась частка кредитів у національній валюті тощо. Однак, фінансово-економічна криза 2008–2009 рр. завдала відчутного удару національній банківській системі, що, своєю чергою, негативно відобразилось на кредитуванні реального сектору економіки. Зрештою Національному банку за допомогою ринкових та адміністративних важелів вдалося дещо стабілізувати ситуацію на кредитному ринку. Згідно з результатами кореляційного аналізу, у різні часові періоди через процентну ставку за кредитами і зміну грошового агрегату М2 Національний банк мав певний позитивний вплив на обсяги кредитування реального сектору вітчизняної економіки.

Однією з ключових умов забезпечення сталого економічного зростання є підтримання стабільно низького рівня інфляції. Національному банку України не завжди вдавалося ефективно протидіяти інфляційним процесам, що мали місце в українській економіці на різних етапах монетарного розвитку. Особливо гостро це питання постало у 1992–1994 рр. у період гіперінфляції. Антиінфляційна політика у 1995 р. базувалась на стабілізації валютного курсу. Поступово сповільнюючи темпи зниження курсу карбованця до іноземних валют, Національному банку вдалося знизити інфляційні очікування. Стабілізація національного грошово-кредитного

ринку передбачала використання як основного інструменту обмінного курсу національної валюти.

У час світової фінансово-економічної кризи та після неї традиційні монетарні інструменти в Україні виявились загалом мало результативними. Норма резервування досягнула меж своєї ефективності з огляду на вкрай низьку величину обов'язкових резервів порівняно з обсягами міжбанківського кредитування. Облікова ставка протягом тривалих проміжків часу залишалася незмінною, що, у кращому разі, давало підстави використовувати її хіба що як індикатор намірів центрального банку країни. Через нерозвиненість вітчизняного фондового ринку і обмеженість вибору привабливих для інвесторів боргових інструментів не використовуються належним чином і операції на відкритому ринку.

Кризові явища 2008–2009 рр. ускладнили процес формування ефективного монетарного трансмісійного механізму в Україні, унаслідок чого, зокрема, відбулось зміщення пріоритетів із зовнішньої (курсової) до внутрішньої (цінової) складової стабільності національної валюти. У посткризовий період валютно-курсова політика Національного банку України сприяла стабілізації інфляційних процесів. Стабільність курсу національної валюти відносно долара США стримувала інфляційний тиск.

Ефективність та специфіка застосування монетарних інструментів центральним банком можуть частково визначатися і політичними чинниками. Згідно з логікою політичного ділового циклу, чергування періодів стимулювальної та стримувальної стабілізаційної політики залежить від електорального циклу. Протягом останніх десяти років в Україні мало місце використання експансійної монетарної політики як задля забезпечення перемоги провладного кандидата, так і для створення серйозних перешкод потенційному переможцю-конкуренту чинної влади.

Ефективність стабілізаційних заходів держави прямо залежить від скоординованості усіх складових економічної політики. Сьогодні науковцями сформовано основні принципи оптимальної взаємодії фіскальної

і монетарної політики, що передбачають збалансованість державного бюджету, незалежність центрального банку у визначені його основних цілей, обмеження чи повну заборону прямого кредитування урядових потреб. Неузгодженість дій уряду та Національного банку України, що проявляється у відсутності злагодженої взаємодії заходів монетарної, фіскальної та валютної політики у кризові періоди, становить серйозну перешкоду стабілізації вітчизняної економіки.

РОЗДІЛ 3

НАПРЯМИ ПІДВИЩЕННЯ ДІЄВОСТІ МОНЕТАРНИХ ІНСТРУМЕНТІВ ДЛЯ СТАБІЛІЗАЦІЇ ЕКОНОМІКИ В УКРАЇНІ

3.1. Сучасний зарубіжний досвід застосування монетарних інструментів стабілізаційної політики і перспективи його використання в Україні

Задля мінімізації негативних наслідків сучасної світової фінансово-економічної кризи з боку урядів і центральних банків необхідні рішучі й водночас виважені дії. Надзвичайно важливим у цій ситуації є оптимальний вибір можливих антикризових заходів. Світова практика свідчить про достатньо широкий їх спектр. У відповідь на кризу політика центральних банків багатьох країн зазнала суттєвих змін. Зокрема, центральні банки розширили арсенал і обсяги традиційних інструментів регулювання банківської системи, а також запровадили нові, нетрадиційні інструменти.

Окреслимо стисло стан теорії і практики монетарної політики напередодні кризи 2008–2009 рр. За словами відомого американського економіста Ф. Мишкіна, “поступ у теорії та практиці вивчення монетарної економіки дав підстави науковцям і державним мужам стверджувати про існування сформованої “науки монетарної політики”. У центральних банках існував загальний консенсус щодо більшості елементів стратегії монетарної політики, і монетарна політика була дуже успішною у країнах ОЕСР... Науковці у царині монетарної економіки та голови центральних банків були дуже задоволені собою” [215, р.2].

Ф. Мишкін визначив базові принципи, сформульовані на основі теорії та емпіричного досвіду, на яких у цей час базувалися підходи до монетарної політики абсолютної більшості центральних банків країн з розвиненою економікою [215, р.2–3]: 1) інфляція завжди і всюди є монетарним явищем; 2) стабільність цін має важливі переваги; 3) у довгостроковому періоді немає

вибору між безробіттям та інфляцією; 4) очікування відіграють вирішальну роль у визначенні інфляції і трансмісії впливу монетарної політики на економіку; 5) реальні процентні ставки зростають зі зростанням інфляції; 6) монетарній політиці притаманна проблема часової непослідовності; 7) незалежність центрального банку допомагає підвищувати ефективність монетарної політики; 8) наявність надійного номінального якоря є ключовим чинником для забезпечення ефективності монетарної політики; 9) фінансові тертя відіграють важливу роль у коливаннях ділової активності.

З'ясуємо, у що трансформувалися ці теоретичні принципи на практиці. З погляду О. Бланшара та його колег з Міжнародного валютного фонду, поширений підхід до розуміння практичної ролі монетарної політики напередодні кризи стисло можна було виразити за допомогою трьох ключових тез [204, р.3–5].

Передовсім, найважливішою метою монетарної політики вважалося утримання інфляції на стабільно низькому рівні. Водночас більшість центральних банків розуміли своє завдання ширше. Вони забезпечували гнучкість таргетування інфляції, тобто досягнення цільового рівня поступово, з перебігом часу. Крім того, багато центральних банків допускали коливання індексу споживчих цін (наприклад, у разі зростання цін на енергоносії), якщо інфляційні очікування при цьому залишалися стабільними.

По-друге, все більшої популярності набувала думка, що інфляція має бути не лише стабільною, але й дуже низькою. Поширеним орієнтиром цільової інфляції став показник близько 2% у рік. При цьому ризики потрапляння у пастку ліквідності оцінювалися як не надто значні. Вважалося, що центральні банки завжди матимуть змогу збільшити зростання пропозиції грошей і, відповідно, майбутню інфляцію. Натомість за несуттєвих проблем в економіці вказаного рівня видавалося зовсім достатньо, щоб не виникало питання про нульову межу процентних ставок.

По-третє, монетарна політика все частіше зводилася до використання одного інструменту – ключової короткострокової процентної ставки, яку центральний банк може прямо контролювати за допомогою операцій на відкритому ринку. Вважалося, що монетарна політика може мати відчутний вплив на реальну економіку шляхом регулювання процентних ставок і цін активів. Оскільки усі процентні ставки та ціни активів взаємопов'язані через арбітраж, довгострокові процентні ставки визначаються середньозваженими майбутніми короткостроковими ставками з урахуванням ризику. Натомість ціни активів залежать від фундаментальних чинників, тобто відображають дисконтовану вартість майбутніх доходів від активу з поправкою на ризик. Звідси випливає, що потрібно впливати лише на поточні і очікувані майбутні короткострокові ставки, а всі інші процентні ставки і ціни активів визначаються за ними автоматично.

Описаний підхід до формулювання та здійснення монетарної політики був повністю адекватним за сприятливих економічних умов протягом двох десятиліть. Проте у 2006–2007 рр. ситуація у фінансовому секторі економіки США серйозно ускладнилася. Це, значною мірою, стало результатом збігу несприятливих наслідків дерегуляції фінансової сфери, що суттєво розширила допуск небанківських фінансових установ до ринку іпотечного кредитування і уможливила поєднання кредитної та ринкової діяльності у банківському секторі [157, с.14]. Підвищення конкуренції на ринку іпотечних позик спонукало до різкого зростання рівнів прийняттого ризику і швидкого формування кредитної “бульбашки”.

Перші ознаки іпотечної кризи проявилися вже у 2006 р. Частина домогосподарств, яким, незважаючи на їхню низьку платоспроможність, вдалося отримати кредити на придбання житла, виявилася нездатною їх обслуговувати. Обсяги неповернених кредитів зростали, а через активне використання похідних цінних паперів, що забезпечувалися іпотечними борговими зобов'язаннями, проблеми поступово поширювалися на все більшу кількість компаній фінансового сектору. Навесні 2007 р. криза стала

очевидною. Вже влітку, зі збільшенням кількості банкрутств агентств, що спеціалізувалися на іпотечному перекредитуванні ненадійних позичальників, збитків зазнали й інвестиційні фонди найбільших фінансових компаній, які вклали кошти в іпотечні облігації.

З вересня 2007 р. Федеральна резервна система США розпочала зниження процентних ставок, намагаючись збільшити ліквідність і доступність кредитних ресурсів в економіці. Упродовж наступних п'ятнадцяти місяців, реагуючи на несприятливі шоки для американської та світової економіки – різке падіння фондових ринків (січень 2008 р.), крах *Bear Sterns* (березень 2008 р.), проблеми *Fannie May*, *Freddie Mac* та *AIG*, банкрутство *Lehman Brothers* і крах фондових ринків (вересень–жовтень 2008 р.) – ФРС послідовно знижувала федеральну резервну ставку. Від рівня 5,25% у вересні 2007 р. ставку було знижено до 0–0,25% річних у грудні 2008 р. [85, с.30].

Незважаючи на достатньо оперативну реакцію і рішучі дії Федеральної резервної системи, ситуація в американській економіці продовжувала стрімко погіршуватися. Реальний ВВП США у четвертому кварталі 2008 р. знизився на 1,3% у річному вираженні, а у першому та другому кварталах 2009 р. – відповідно ще на 5,4% та 6,4% [215, р.22]. Рівень безробіття зріс з 6% у вересні 2008 р. до майже 9% у квітні 2009 р. і сягнув 10% у жовтні 2009 р. [202]. Вартість кредитів для населення та бізнесу у США підвищилась, а умови їх одержання стали жорсткішими. Це дало підстави частині економістів стверджувати про неефективність стимулювальної монетарної політики у цей період.

Як зауважує Ф. Мишкін, наслідком такого погляду можуть стати два хибні висновки [214, р.2]. По-перше, якщо монетарна політика неефективна, то немає сенсу використовувати її для боротьби з кризою. По-друге, пом'якшення монетарної політики в умовах кризи може виявитися контрпродуктивним, оскільки послабить здатність центрального банку зберігати контроль за інфляцією. Натомість, з погляду Мишкіна, якщо

завданням монетарних органів є нейтралізація звужувальних впливів фінансової кризи на економічну активність, то за цих умов, навпаки, стимулювальна монетарна політика має бути більш агресивною, ніж звичайно.

Фінансові ринки та інституції мають справу з великим обсягом інформації, проте частина цієї інформації, за своєю природою, – асиметрична. Історично склалось так, що банки та інші фінансові посередники відіграють важливу роль у зменшенні асиметрії інформації, в основному тому, що вони, як правило, мають довгострокові зв'язки зі своїми клієнтами. Безперервний потік інформації є дуже важливим у процесі ціноутворення, так як це дає можливість учасникам фінансового ринку визначити цінність кожного фінансового активу [214, р.8].

У період кризи різко знижується здатність банківської системи та інших фінансових посередників надавати домогосподарствам і фірмам достовірну інформацію про якість і безпеку найрізноманітніших фінансових активів. З іншого боку, напруження на фінансових ринках можуть спричинити погіршення ситуації в реальному секторі економіки. Своєю чергою, спад ділової активності зумовлює подальше зростання невизначеності стосовно реальної вартості активів, що далі погіршуватиме економічну ситуацію і може призвести до формування відповідного “заклятого кола”.

Тому, як наполягає Ф. Мишкін, у разі проведення Федеральною резервною системою жорсткішої монетарної політики у 2007–2008 рр., ситуація в економіці США була б помітно складнішою. Процентні ставки були б значно вищими, сукупні видатки – нижчими, а економічний спад – значно серйознішим [214, р.8]. Важливими передумовами, що уможливили агресивно стимулювальну монетарну політику у період кризи у США, були високий рівень довіри до центрального банку та низький рівень інфляційних очікувань.

Оскільки з досягненням федеральною резервною ставкою нижньої межі (діапазон 0–0,25%) можливості традиційного інструментарію монетарної політики виявилися вичерпаними, ФРС була змушена вдатися до нетрадиційних підходів. Двома основними з них стали управління очікуваннями (через комунікативну політику центрального банку) та зміни балансу центрального банку [202; 218].

У ситуації, коли подальше зниження процентної ставки неможливе, у центрального банку залишаються можливості змінити свої комунікаційні повідомлення щодо майбутньої політики. Для опису процесу управління очікуваннями використовують термін “*forward guidance*”, який можна перекласти українською як *перспективне орієнтування* – чіткі недвозначні твердження центрального банку щодо перспектив майбутньої політики на додаток до регулярних оголошень про поточні заходи політики [218, р.2]. За процентної ставки біля нижньої межі готовність центральних банків до чіткіших форм перспективного орієнтування зростає – їхні повідомлення стають точнішими, кількісно визначенішими і стосуються тривалішого періоду часу.

Детальне обґрунтування новітніх підходів монетарної політики, з-поміж них і перспективного орієнтування, запропонував нещодавно М. Вудфорд [218]. На рішення економічних агентів щодо видатків, найму на роботу, рівня цін тощо ключовий вплив мають не поточні рівні короткострокових процентних ставок, а радше прогнозована траєкторія зміни короткострокових ставок на тривалий період часу. Як стверджує Вудфорд, навіть за часів значно менш інтенсивної комунікативної політики центральних банків їхня здатність впливати на ринки та економіку загалом за допомогою рішень стосовно процентних ставок пояснюється передовсім тим, що зміни поточної політики зазвичай мають вплив і на майбутню траєкторію процентних ставок упродовж тривалого часу, навіть якщо центральний банк не присвячує цьому спеціальних коментарів [218, р.4]. Тому, навіть коли поточна політика процентних ставок жорстко обмежена нижньою межею,

можливі різні варіанти розвитку економіки у короткостроковому періоді залежно від очікувань щодо такої політики у майбутньому; за цих умов очікування щодо майбутньої політики є особливо важливими.

Центральний банк може впливати на ці очікування за допомогою своєї комунікативної політики, роль якої визначається двома чинниками [218, р.5]. По-перше, навіть за наявності у центрального банку чітких намірів щодо майбутньої політики, домогосподарствам і фірмам може бути складно розпізнати їх та їхній вплив на розвиток економічної ситуації без чітко висловлених коментарів центрального банку. По-друге, перспективне орієнтування допомагає центральному банку справитися з відомою проблемою непослідовності політики. Справді, найбільш логічний спосіб добитися довіри до зобов'язання центрального банку щодо майбутньої політики – публічне оголошення такого зобов'язання у спосіб, який не дав би змоги ігнорувати його наявність під час ухвалення відповідних рішень у майбутньому.

Федеральна резервна система почала зосереджувати посилену увагу на своїй комунікативній політиці вже з грудня 2008 р. [202]. У повідомленні за результатами чергового засідання зазначалося, що федеральну резервну ставку зменшено до нижньої межі – діапазону 0–0,25% і, як очікується, цей рівень зберігатиметься “упродовж певного часу” [218, р.15]. У березні 2009 р. попереднє повідомлення було підсилено твердженням, що економічні умови “ймовірно забезпечуватимуть винятково низькі рівні федеральної резервної ставки упродовж тривалого періоду” [202].

Більш агресивну форму перспективного орієнтування вперше було використано у серпневому повідомленні 2011 р.: “економічні умови ... ймовірно забезпечуватимуть винятково низькі рівні федеральної резервної ставки принаймні до середини 2013 р.” [218, р.16]. У січні 2012 р. відповідний термін було продовжено “принаймні до кінця 2014 р.” [218, р.16]. Як стверджує М. Вудфорд, аналіз реакції фінансових ринків, особливо у двох останніх випадках, засвідчує чітко виражений негайний вплив на

очікування стосовно майбутньої динаміки процентних ставок [218, р.17]. Більше того, у період після серпня 2011 р. перспективне орієнтування, здійснюване ФРС, формувало очікування щодо динаміки процентної ставки упродовж декількох наступних місяців у такий спосіб, що зробило ці очікування відносно нечутливими до інших макроекономічних чинників [218, р.22].

Другий поширений підхід до забезпечення ефективності монетарної політики за досягнення процентною ставкою нижньої межі стосується змін балансу центрального банку – його загальних розмірів, структури активів, частки активів, які є “монетарними” за природою [218, р.47]. Такі зміни можуть слугувати підкріпленням перспективного орієнтування, здійснюватися паралельно з ним або ж використовуватися замість нього.

У межах цього широкого підходу іноді конкретизують декілька складових [215, р.24]: забезпечення ліквідності – збільшення центральним банком обсягів кредитування банків та інших фінансових інститутів; придбання активів – купівля державних та приватних цінних паперів для зниження вартості позичок для домогосподарств; кількісне пом’якшення (*quantitative easing*) – значне збільшення розмірів балансу центрального банку. М. Вудфорд виокремлює два різновиди політики зміни балансу: зміни обсягів зобов’язань центрального банку або, інакше, кількісне пом’якшення, та зміни структури його активів [218, р.3]. Натомість на практиці усі згадані заходи тісно переплітаються, так що чітке розрізнення їх не завжди можливе.

Вже у листопаді 2008 р. Федеральна резервна система оголосила про початок масштабної програми придбання активів, яку було розширено у березні 2009 р. На момент її завершення у березні 2010 р. у межах цієї програми центральним банком США було придбано казначейських та іпотечних цінних паперів на суму близько 1,75 трлн. доларів США [202]. У вересні 2010 р. ФРС розпочала другу програму, у межах якої до червня 2011 р. придбала активів ще на 600 млрд. дол. США [218, р.95].

У вересні 2011 р. було запроваджено програму, яка передбачала викуп упродовж дев'яти місяців довгострокових казначейських цінних паперів на суму у 400 млрд. дол. США та продаж на аналогічну суму короткострокових державних цінних паперів, що мало на меті сприяти зниженню довгострокових процентних ставок [202; 218, р.96]. У червні 2012 р. цю програму було продовжено до кінця року і на суму у 267 млрд. дол. США [218, р.96]. З вересня 2012 р. у межах чергової програми ФРС розпочала щомісячний викуп іпотечних цінних паперів на суму 40 млрд. дол. та казначейських цінних паперів на суму 45 млрд. дол. США [2, с.5]. Згодом центральний банк США перейшов до поступового зменшення обсягів щомісячного викупу; станом на квітень 2014 р. ці обсяги зменшилися до 25 млрд. дол. для іпотечних цінних паперів та 30 млрд. дол. США для казначейських цінних паперів [217]. Станом на травень 2014 р. ці обсяги зменшилися до 20 млрд. дол. та 25 млрд. дол. США відповідно [216].

Основний механізм, через який викуп центральним банком активів впливає на економіку – так званий канал балансування портфеля [202]. Його ідея пов'язана з припущенням, що з низки причин різні класи фінансових активів у портфелях інвесторів не є досконалыми заміниками. Тому зміни обсягів пропозиції різних активів, доступних приватним інвесторам, можуть впливати на ціни та дохідності цих активів. Водночас, як зазначає М. Вудфорд, сучасна, базована на концепції загальної рівноваги, теорія цін активів не містить подібних ефектів балансування портфеля [218, р.60]. Іншими каналами позитивного впливу викупу активів на економічну ситуацію є зниження очікувань інвесторів щодо майбутніх процентних ставок, підвищення довіри з боку домогосподарств та фірм, покращення функціонування фінансових ринків [202].

Оцінюючи результативність масштабних програм викупу активів Голова Федеральної резервної системи Б. Бернанке проявляє виправдану обережність. Згідно з результатами низки досліджень, наслідком цих програм стало відчутне зниження дохідностей як довгострокових казначейських

облігацій, так і різного виду іпотечних та корпоративних облігацій [202]. Ще одним позитивним наслідком стало багаторічне зростання з березня 2009 р. американського ринку акцій. Водночас результати економетричного моделювання, проведеного фахівцями ФРС, засвідчили, що станом на 2012 р. перші два раунди викупу активів сприяли зростанню обсягів виробництва майже на 3% та створенню у приватному секторі економіки понад 2 мільйонів робочих місць.

Варто відзначити, що до оцінки макроекономічних наслідків такої масштабної програми викупу активів, слід ставитись з обережністю. Цілком імовірно, що криза і рецесія послабили деякі канали передачі грошово-кредитної політики в порівнянні з модельними припущеннями. Наприклад, низькі стандарти іпотечного кредитування обмежили вплив більш низьких ставок іпотеки на економіку. Більш того, розрахункові макроекономічні ефекти базуються на припущенні про стійкий вплив великомасштабних покупок активів на фінансові умови. Проте, загалом ці програми підтримали відновлення американської економіки та знизили дефляційні ризики [202].

Упродовж декількох останніх років одне з ключових питань, яке гостро постає перед фахівцями ФРС – коли і за яких умов має бути підвищено процентну ставку. Економісти широко обговорювали ідею про доцільність збереження процентної ставки на мінімальному рівні до моменту досягнення деякого критерію. Одним з реалістичних прикладів такого критерію розглядали так зване “правило порогу 7/3” [218, р.43]. Згідно з ним, ФРС США зобов’язувалася б зберігати процентну ставку на поточному низькому рівні доти, доки рівень безробіття перевищуватиме 7%, а очікуваний у середньостроковому періоді темп інфляції буде нижчим 3%. У разі перевищення хоча б одного з цих порогових значень процентну ставку мало б бути підвищено.

Переваги альтернативного підходу активно обстоював М. Вудфорд, який пропонував критерій, базований на траєкторії зростання номінального ВВП [218, р.44–46]. Проте, у грудні 2012 р. Федеральна резервна система

ухвалила рішення, що процентна ставка залишатиметься на низькому рівні принаймні доти, доки рівень безробіття перевищуватиме 6,5%, а прогнозована центральним банком США інфляція у наступному році-двох буде не вищою за 2,5% [203]. Фактично, вперше відбувся перехід від календарно-базованого перспективного орієнтування до перспективного орієнтування, що базується на порогових значеннях ключових макроекономічних показників.

З'ясуємо, до яких антикризових заходів у сфері монетарної політики вдалися центральні банки країн – наших найближчих сусідів – Росії та Польщі у боротьбі з наслідками світової фінансово-економічної кризи, і наскільки ці заходи виявилися ефективними.

Значний вплив на дії центрального банку Росії мала криза 2008–2009 рр., під час гострої фази якої (вересень 2008 – січень 2009 р.) монетарна політика Росії фактично зіткнулася з подвійністю цілей: підтримки валютного курсу та забезпечення фінансової стабільності, які увійшли в явне протиріччя [37, с.30]. Дії Банку Росії щодо підвищення базової ставки рефінансування з 11 до 13% у серпні-грудні 2008 р. на тлі закриття зовнішніх ринків капіталу і перманентної нестачі доступних кредитних ресурсів усередині країни спровокували формування гострої кризи ліквідності і багаторазово підсилили глибину падіння економіки, промисловості та інвестицій.

Через відмову рефінансувати вітчизняну економіку і фінансову систему грошова пропозиція в Росії обвалилася на 12% в розпал кризи взимку 2008–2009 рр. Настільки масштабного обвалу грошової пропозиції, спровокованого прив'язкою емісії рубля і ліквідності в банківському секторі до припливу іноземної валюти і кредитів, не спостерігалось навіть під час дефолту 1998 р. Тоді спад грошового агрегату М2 у річному вираженні не перевищував 6,2%.

При цьому ставка за короткостроковими кредитами на міжбанківському ринку для найбільших банків зросла з 3,5–4% влітку 2008 р.

до 24–28% у листопаді-грудні 2008 р. Надмірна жорсткість монетарної політики напередодні і в розпал фінансово-економічної кризи спровокувала параліч російського банківського сектору і поставила на межу краху всю фінансову систему. Одночасно з цим тільки за офіційними даними Банку Росії ставки за кредитами крупним позичальникам зросли з 11% у червні 2008 р. до 17,1% у січні 2009 р., а ринок банківського кредитування для малого та середнього бізнесу виявився закритий [61].

У посткризовий період зросла роль інструментів абсорбування вільних грошових коштів, встановлення мінімальних резервних вимог (зміна норм обов'язкових резервів) [32]. Серед позитивних моментів антикризової монетарної політики відзначимо досить швидкий запуск нових інструментів забезпечення банківської системи ліквідністю і активізацію наявних. Основним інструментом надання ліквідності банківській системі виступали операції прямого репо [37, с.30]. Пік їх використання припав на вересень 2008 р. – лютий 2009 р. З початку 2009 р. Центральний банк підвищив ступінь прозорості проведеної ним політики з регулювання валютного курсу, оголосивши межі “широкого” та “вузького” коридорів його коливання. До квітня 2010 р. в окремі місяці ще спостерігалися значні інтервенції Центрального банку на валютному ринку, головним чином пов'язані з придбанням іноземної валюти. Однак з травня 2010 р. щомісячні інтервенції в доларах США (на чистій основі) становили не більше 5 млрд. дол. [37, с.32].

У посткризовий період продовжилися зміни в інструментарії монетарної політики. Банк Росії поступово відмовлявся від надзвичайних заходів з надання ліквідності банківській системі. Так, впродовж 2010 р. поступово згорталися операції з видачі кредитів без забезпечення (вони перестали видаватися з 1 січня 2011 р.). Перехід до більш гнучкого регулювання валютного курсу був покликаний, в тому числі, сприяти посиленню впливу на економіку заходами процентної політики. У зв'язку з цим, орієнтуючись на досвід розвинених країн і ряду країн з ринками, що

формується, Центральний банк Росії продовжив розвиток операцій на відкритому ринку. Враховуючи обмежений обсяг державних цінних паперів, що випускаються урядом, він почав розширювати пропозицію власних цінних паперів, почавши в листопаді 2010 р. емісію тримісячних облігацій Банку Росії (ОБР).

Інструменти надання ліквідності банківській системі були активно задіяні Центральним банком Росії в другій половині 2011 р. і в середині 2012 р. у зв'язку з потрясіннями на світових фінансових ринках. Основним інструментом виступали операції прямого репо, обсяги яких в ці періоди перевищили показники гострої фази кризи 2008–2009 рр. [37, с.33–35].

Загалом, фінансово-економічна криза показала, що, використовуючи традиційні антикризові заходи, Центральний банк Росії не врахував деяких їхніх недоліків [32]. Центробанк не зміг вирішити проблему дефіциту ліквідності. Надання додаткової ліквідності фінансовим інститутам в початковій фазі кризи носило неринковий характер, унаслідок чого було підірвано довірчі відносини учасників міжбанківського ринку та засади ринкової конкуренції. Не спрацювала і “очисна” функція кризи. Додаткові гарантії за банківськими вкладками дозволили ряду фінансових інститутів залишитися на ринку. Не вистачало ресурсів для покриття витрат банкрутства системоутворюючих фінансових інститутів. Як наслідок, субсидування слабких банків за коштами надання державних гарантій з випуску боргових інструментів дозволило інвесторам позбуватися цінних паперів, які не мали таких гарантій, що призвело до спотворення ринкового ціноутворення. У результаті Центральний банк не зміг в достатній мірі досягти бажаних значень макроекономічних показників і забезпечити стабільність національної фінансової системи [32].

Незважаючи на численну критику і рекомендації з боку російських вчених, експертів і представників реального сектору економіки, Центробанк Росії продовжував реалізовувати політику, що, з погляду багатьох фахівців, суперечила інтересам російської економіки. Жорсткість монетарної політики

з боку Банку Росії мала місце на тлі стрімкого затухання економічної активності в Росії та скочування світової економіки в рецесію. Замість надання підтримки вітчизняним товаровиробникам, фінансування модернізації та кредитування економіки Банк Росії боровся за залучення та утримання глобального спекулятивного капіталу [61].

Ефективна стабілізація польської фінансової системи відбувалася завдяки цілій сукупності форм, методів і механізмів реалізації антикризової моделі. Зокрема, для зменшення тиску на грошовий і фінансовий ринок, а також збереження конкурентних позицій експортерів запроваджувався гнучкий валютний курс і девальвація злотого; для стимулювання економічного зростання та сприяння конкурентоспроможності національних виробників здійснювалося зниження окремих податків; проводилась контрольована кредитна політика (напередодні кризи обсяги кредитування домогосподарств знаходились на рівні 16% ВВП, у той час як середній показник для країн ЄС становив 50% ВВП) [191]. З 2008 р. польський кредитний ринок характеризувався зменшенням темпів зростання як комерційних, так і споживчих кредитів, кредитів у іноземній валюті з одночасним зростанням вимог до потенційних позичальників.

Саме завдяки прозорості банківської системи та адекватним формам і інструментам її стабілізації додання наслідків кризи проходило успішно. Беручи до уваги зростання напружень на польському фінансовому ринку у результаті паніки на світових ринках, в жовтні 2008 р. Національний банк Польщі підготував програму дій по стабілізації фінансової системи – так званий “Пакет довіри” [3]. Національний банк Польщі почав підтримувати ліквідність банківського сектора в національній валюті за допомогою операцій репо з терміном погашення до трьох місяців, зберігаючи емісію 7-денних облігацій, як основного інструменту абсорбції надлишку ліквідності. Кредитно-депозитні операції, які здійснювалися з ініціативи комерційних банків, були спрямовані на поповнення короткострокової банківської ліквідності, а також на розміщення вільних банківських коштів на одnodенні

періоди в центрального банку. Ці операції запобігали надмірним коливанням процентних ставок на міжбанківському ринку [3].

У відповідь на спричинене світовою економічною кризою значне погіршення перспектив економічного зростання в Польщі та країнах – її торгових партнерах, а також пов'язане з цим очікуване зниження інфляції в середньостроковому періоді, Рада монетарної політики розпочала стимулювальну політику. Поступовому зростанню активності, що спостерігалось в польській економіці з II кв. 2009 р., сприяло значне пом'якшення монетарної політики. З листопада 2008 р. до червня 2009 р. Рада монетарної політики знижувала процентні ставки шість разів. Ставка рефінансування Національного банку Польщі була знижена з 6,5 % до 3,5 %, тобто до історичного мінімуму. Крім цього, було знижено норму резервування з 3,5 % до 3,0 %. У наступних місяцях Рада монетарної політики утримувала процентні ставки на тому ж рівні. При підвищеній – головним чином внаслідок впливу факторів незалежних від польської монетарної політики (зростання адміністративно-регульованих цін і девальвація злотого в другій половині 2008 р. і на початку 2009 р.) – поточній інфляції, реальна процентна ставка також знизилася до історично низького рівня і з березня 2009 р. утримувалась на рівні близькому до нуля. Продовження політики дешевих грошей сприяло поверненню економіки до потенційного рівня зростання [3].

З огляду на тісний взаємозв'язок монетарної та валютної політики в Україні цікавим і корисним міг би бути латвійський досвід. Він свідчить, що з моменту розгортання кризових явищ успіху можна досягнути і за допомогою нетрадиційних стабілізаційних заходів; важливо, щоб ці заходи уряду були адекватними та дієвими і відповідали ситуації, що склалася в країні. Уряд В. Домбровскіса у березні 2009 р. запропонував більш радикальну економічну політику для стабілізації латвійської економіки [83; 92; 201].

Для боротьби зі спадом економіки фахівці Міжнародного валютного фонду рекомендували Латвії вдатися до девальвації національної валюти. Однак уряд Домбровскіса не пішов на це, пояснивши своє рішення тим, що з 1990-х років курс лата був фіксованим (спочатку прив'язка до кошика валют МВФ, а після вступу до ЄС – до євро), тому запропонована девальвація могла б істотно погіршити стан банківської системи. Також це мало б масштабні негативні наслідки для бізнесу та населення. Оскільки економіка Латвії невелика і дуже відкрита, переваги, які латвійські експортери могли б отримати від девальвації унаслідок зниження собівартості продукції, дуже швидко були б втрачені за рахунок зростання цін на імпортні енергоресурси та інші товари [92].

На думку латвійського уряду, девальвація національної валюти мала б серйозніші негативні наслідки через знецінення заощаджень населення, ніж зниження заробітної плати і соціальних виплат та зростання безробіття у відповідь на фіскальні заходи. Стабілізаційна політика в Латвії передбачала по-перше, підвищення ставки ПДВ спочатку з 18% до 21%, а згодом до 23%. По-друге, для покращення сальдо бюджету видатки було скорочено на 15%, що означало зменшення заробітної плати у державному секторі на 25%, відмову від державних інвестицій, скорочення видатків на освіту, науку, культуру, оборону, систему охорони здоров'я, скасування дотацій для сільського господарства тощо. Окрім цього, було запроваджено нові податки на нерухомість і багатство, а також низку інших нетрадиційних заходів [83, с.25].

Отже, пріоритетною цілю стабілізаційної політики латвійського уряду було забезпечення стабільного курсу національної валюти. Як зазначають А. Аслунд та В. Домбровскіс, саме завдяки такому підходу видатки на стабілізацію банківської системи становили менше 5% ВВП, у той час як за попередніми оцінками МВФ ці кошти могли сягнути рівня 15–20% ВВП [201, р.114]. Також, на їхню думку, вдалося зменшити майнове розшарування суспільства, оскільки девальвація лата надала б переваги олігархам за

рахунок бідніших верств населення. Проте політика латвійського уряду була диференційованою і більшому скороченню підлягали великі зарплати у державному секторі, у приватному секторі скорочення заробітної плати становило лише 6% [92].

Складно говорити однозначно, через очевидні відмінності між українською та латвійською економіками, наскільки реалістичним і результативним було б застосування подібного підходу в Україні. У будь-якому разі і восени 2008 р., і у 2014 р. ситуація в Україні розвивалася зовсім в іншому напрямі. Як видається, принаймні з огляду на майже дворазове знецінення вітчизняної грошової одиниці, обраний Україною шлях реформування навіть з урахуванням усього комплексу обставин важко назвати успішним.

Спробуймо далі систематизувати висновки стосовно ключових змін у теорії та практиці монетарної політики, спричинених нещодавньою фінансово-економічною кризою. Ф. Мишкін виокремлює п'ять уроків кризи, які повинні вплинути на розуміння науки і стратегії монетарної політики [215, р.21–30]. По-перше, розвиток подій у фінансовому секторі має помітно вагоміший вплив на ділову активність, ніж припускалося. Як показав перебіг подій під час кризи, фінансові шоки можуть мати значно більш негативні наслідки для реального сектору у країнах з розвиненою економікою, ніж вважалося. Тому тертя у фінансовому секторі повинні перебувати у центрі макроекономічного аналізу, що передбачає різке поглиблення інтересу до взаємодії фінансового сектору та макроекономіки.

По-друге, макроекономічна теорія є суттєво нелінійною. Досі теорія оптимальної монетарної політики базувалася на припущенні про достатність використання лінійних динамічних рівнянь. Криза продемонструвала, що хоча лінійно-квадратичний підхід може бути обґрунтованим наближенням для опису монетарної політики за відносно нормальних умов, він виявляється неприйнятним у ситуації, коли економіка зазнає серйозних фінансових шоків.

По-третє, ситуація за досягнення нижньої межі процентних ставок спричиняє серйозніші проблеми, ніж вважалося. Згідно з результатами більш ранніх досліджень, за цільової інфляції у 2% досягнення нульової межі процентних ставок може траплятися рідко і бути нетривалим; цей погляд повністю спростовано перебігом подій під час кризи. Причини неспроможності таких прогнозів можуть критися у нехтуванні згаданою високою нелінійністю макроекономічних процесів.

По-четверте, подолання наслідків фінансової кризи супроводжується значними втратами. Окрім очевидного зниження сукупного обсягу виробництва у результаті економічного спаду вимальовуються ще три додаткові складові, які значно збільшують масштаби втрат унаслідок кризи: 1) економічне зростання після фінансових криз зазвичай є дуже повільним; 2) різко погіршується ситуація зі збалансуванням державного бюджету; 3) так звана “стратегія виходу”, пов’язана з поступовою відмовою центрального банку від нестандартних стимулювальних заходів, може бути ускладненою і перешкоджати його спроможності успішно впливати на стан справ в економіці у майбутньому.

І, нарешті, стабільність цін та обсягу виробництва не забезпечують фінансової стабільності. Упродовж двох десятиліть зниження інфляції та волатильності коливань ділової активності знизилася й увага до ризиків, пов’язаних з проблемами у фінансовій сфері. Як засвідчила криза, хоча стабільність цін та обсягу виробництва є безумовно позитивним явищем, формування політики, орієнтованої на досягнення лише цих цілей, не завжди веде до найкращих економічних результатів.

Економісти Міжнародного валютного фонду у нещодавньому дослідженні окреслюють загальні принципи майбутньої макроекономічної політики з урахуванням досвіду, здобутого у боротьбі з кризою [205]. Порівняно зі своєю попередньою працею [204], сьогодні ці фахівці висловлюються значно стриманіше: “Ідея ... полягала в тому, що центральні банки повинні перейти від підходу, заснованого переважно на одній цілі та

використанні одного інструменту (темп інфляції та політика процентних ставок) до підходу з більшою кількістю цілей та інструментів. Двома роками пізніше вибір як набору цілей, так і набору інструментів залишається дискусійним” [205, р.4]. Переконливі аргументи на користь доцільності таргетування центральними банками рівня ділової активності (обсягу виробництва), фінансової стабільності, обмінного курсу поки що відсутні [205, р.5–7].

Незважаючи на значний прогрес у дослідженнях за останні два роки, контури майбутньої макроекономічної політики залишаються нечіткими. Експерти Міжнародного валютного фонду розглядають два варіанти. Перший передбачає повернення до гнучкого таргетування інфляції з обмеженим використанням фіскальної політики та макропруденційних інструментів. Другий – застосування широкого набору монетарних та макропруденційних інструментів, а також активне використання інструментів фіскальної політики. Однак, майбутній розвиток подій стане результатом болючих експериментів з очікуванням досягнення успішних результатів [205].

Загалом, можна стверджувати, що серед науковців та державних мужів на сьогодні відсутня консолідована точка зору щодо ступеня ефективності заходів монетарної політики у час жорсткої фінансово-економічної кризи та непростого посткризового відновлення. Достатньо оптимістичним у цьому плані виглядає досвід Федеральної резервної системи США. Досягнення базовою процентною ставкою нижньої межі спонукало ФРС до використання нетрадиційних інструментів монетарної політики, передовсім масштабних програм викупу активів (кількісне пом’якшення) та управління очікуваннями за допомогою так званого перспективного орієнтування. Результативність першого з цих засобів залишається предметом активних дискусій, натомість дієвість другого, принаймні у США та Канаді, вважається dokonаним фактом.

3.2. Інституційне забезпечення підвищення дієвості монетарних інструментів у вітчизняній економіці

Монетарна політика як складова економічної політики держави самостійно не в змозі подолати масштабні структурні диспропорції, які сьогодні мають місце у фінансовій сфері на глобальному і національному рівнях. Оскільки ціла низка таких диспропорцій має складний політико-економічний, геополітичний та інституційний характер, то їх подолання можливе через інституційну протидію притаманній фінансовій системі схильності до породження дисбалансів. В умовах інституційних трансформацій та ринкових перетворень в Україні роль належного інституційного забезпечення формування та реалізації монетарної політики набуває все більшої ваги.

На думку багатьох економістів, важливою умовою, що сприяє успішному розвитку ринкової економіки, є незалежність центральних банків. Ефективність економіки будь-якої країни обумовлена стабільністю національної валюти, низькими темпами інфляції, надійністю банківської системи тощо. Те, наскільки незалежність органів грошово-кредитного регулювання впливає на досягнення зазначених цілей – одне з активно обговорюваних питань у світовій економічній теорії та практиці протягом тривалого часу.

Фінансово-економічна криза 2008–2009 рр. загострила проблему незалежності центральних банків. У міру виходу з кризи для забезпечення стабільності фінансової системи вимагається жорсткість монетарної політики, на яку значно легше піти незалежним центральним банкам. Крім того, незалежність центрального банку підвищує довіру економічних агентів до проведеної ним політики, що особливо важливо в кризових умовах.

А. Алесіна в 1989 р. на прикладі 17 країн здійснив перше емпіричне дослідження впливу ступеня незалежності центрального банку на макроекономічні показники, результати якого підтвердили наявність чіткої

кореляції між рівнем незалежності центрального банку та рівнем інфляції. Дещо пізніше було опубліковане дослідження А. Алесіні і Л. Самерса, у якому приділялась увага впливу агрегованого індексу політичної та економічної незалежності центральних банків у 16 індустріальних країнах на номінальні і реальні макропоказники. Загалом одержані результати можна інтерпретувати як аргумент на користь незалежності центрального банку, оскільки було доведено, що монетарна дисципліна, пов'язана з незалежністю центрального банку, зменшує рівень інфляції, але не дає суттєвих переваг або втрат, виражених в реальних макропоказниках, що можна вважати підтвердженням гіпотези про нейтральність грошей [199]. А. Цукерман здійснив детальний аналіз зв'язку незалежності центральних банків з інфляцією на прикладі більш ніж 70 країн, використовуючи дані за 1950–1989 рр. Результати його дослідження підтвердили існування прямого зв'язку між більшим ступенем незалежності центрального банку та нижчим рівнем інфляції [162, с.286].

Основним способом опису рівня незалежності центральних банків є так звані індекси незалежності, які дозволяють порівнювати органи грошово-кредитного регулювання різних країн. У їх склад входять змінні, що описують незалежність керівництва центрального банку від уряду. Подібні індекси носять назву “правових” або “юридичних” індексів незалежності центрального банку, оскільки оцінка їх складових проводиться на основі аналізу законодавства щодо центрального банку.

З середини 1990-х років поширення набули індекс Цукермана, GMT-індекс та індекс Ейффінгера-Шалінга [182, с.10]. Індекс Цукермана включає 16 змінних, що відповідають за певні критерії незалежності, об'єднані в чотири групи: кадрова автономія, розробка монетарної політики, її цілі та обмеження на фінансування державного бюджету. Кожна з 16 змінних може набувати значення від нуля (мінімальний рівень незалежності центрального банку) до одиниці (максимальний рівень). Конкретні значення змінних визначаються за таблицею, запропонованою авторами.

GMT-індекс включає дві компоненти, що відображають політичну та економічну незалежність центрального банку. Кожна з компонент також представляє собою індекс, що складається з бінарних змінних, які можуть приймати тільки два значення: “так” (одиниця) і “ні” (нуль). Таким чином, цей індекс незалежності є незваженою бальною системою. Сьогодні GMT-індекс є одним з найбільш використовуваних для оцінки незалежності центральних банків, оскільки для його розрахунку найчастіше доступна необхідна інформація.

Індекс Ейффінгера-Шалінга враховує три фактори: незалежність у визначенні центральним банком монетарної політики, присутність представників уряду в органах управління центральним банком і частка членів органів управління центрального банку, призначуваних урядом. Цей індекс набуває цілочисельні значення від 1 до 5 залежно від того, скільки умов виконується [182, с.10–11].

Серед основних чинників незалежності центрального банку виділяють:

- 1) наявність чітко сформульованої пріоритетної цілі;
- 2) самостійність у виборі інструментів досягнення цілі;
- 3) заборону фінансування бюджету і прямого кредитування уряду, у тому числі операцій із державними цінними паперами на первинному ринку;
- 4) порядок призначення та звільнення керівного складу, що забезпечує неможливість тиску на відповідних осіб;
- 5) чіткі та прозорі механізми поведінки в ситуації, коли виникає конфлікт інтересів центрального банку та уряду;
- 6) порядок фінансування центрального банку, який не залежить від його політики [79, с.31].

Ступінь незалежності центрального банку визначається особливостями законодавчого забезпечення його діяльності і зростає, якщо:

- 1) керівництво центрального банку захищене від політичного тиску гарантованим строком перебування на посаді та незалежними процедурами призначення;
- 2) уряд не може брати участі в ухваленні рішень центральним банком і не може їх відмінити;
- 3) законодавством чітко визначено завдання монетарної політики;

4) фінансова незалежність центрального банку базується на обмеженні обсягів позик, що можуть бути надані уряду [207, р.70].

Водночас, незалежність центрального банку не повинна означати безконтрольність. Більше того, варто зазначити, що чим більш самостійний центральний банк у своїх діях, тим прозорішою повинна бути його діяльність і звітність для аудиторів і уповноважених спостерігачів від державної влади. Це справедливо для усіх без винятку сфер діяльності центрального банку – від проведення монетарної політики до господарських операцій, дозволяє підвищити ефективність його роботи і навіть пом'якшити обмеження у його взаємовідносинах з органами виконавчої влади [168, с.106].

Незалежність центрального банку об'єктивно не може бути абсолютною. Діяльність центрального банку, спрямована на регулювання економіки, не повинна суперечити стратегічним цілям економічної політики органів державного управління. Центральний банк повинен враховувати загальноекономічні цілі та узгоджувати свої дії з урядом й іншими державними установами, що формують економічну і фінансову політику. Ефективна взаємодія представників центрального банку та інших органів державної влади підвищує ступінь довіри останніх до дій центрального банку та сприяє досягненню ним головної цілі – забезпечення стабільності цін [1, с.19].

На практиці незалежність центрального банку обмежується бюджетно-податковою політикою уряду, яка повинна координуватися з монетарною та валютною політикою. З огляду на це, деякі науковці пропонують розглядати незалежність центрального банку у двох аспектах: політична та економічна незалежність. Політична незалежність визначається ступенем втручання уряду у діяльність центробанку, а економічна – умовами кредитування банком державного бюджету та його контролем за діяльністю комерційних банків [15, с.50].

Світова практика демонструє прагнення до розширення незалежності центрального банку і її законодавче закріплення. Таку тенденцію можна

спостерігати як у країнах, які досягли стабільності у фінансово-економічній сфері, так і у державах, які лише йдуть до цього. Для першої групи країн розширення незалежності центрального банку є засобом підвищення стійкості фінансової системи за можливого виникнення труднощів. Для другої – засіб досягнення стабільності у фінансовій сфері шляхом створення механізмів саморегулювання у фінансовій та банківській системах [168, с.109].

На першому етапі становлення України як самостійної держави Національний банк України фактично не мав цільової та фінансової незалежності. Основні напрями грошово-кредитної політики і бюджет НБУ мали бути схвалені Верховною Радою України [48, с.81]. Проект закону “Про Національний банк України” розроблявся понад чотири роки і був прийнятий лише у травні 1999 р. Це засвідчило наявність серйозних розбіжностей у поглядах вітчизняних політиків і економістів на роль і місце центрального банку в інституційно-правовій структурі економіки України [1, с.23]. Найважливіші положення зміцнення незалежності Національного банку були реалізовані з набуттям чинності згаданого закону. Цей закон забезпечив формальну незалежність НБУ, яку економісти оцінювали як середній рівень незалежності або нижче середнього [48, с.81].

Закон “Про Національний банк України” не встановлює вимог до кількісного визначення цілей монетарної політики, що ускладнює оцінку ефективності політики НБУ. Національний банк України визначає і здійснює грошово-кредитну політику на основі розроблених Радою НБУ Основних засад грошово-кредитної політики. Відповідно до законодавства для розроблення Основних засад використовують макроекономічні показники, розраховані Кабінетом Міністрів України [48, с.81].

Відповідно до статті 99 Конституції України, основною функцією Національного банку є забезпечення стабільності грошової одиниці України [81]. Центральний банк, посилаючись на Конституцію, повинен підтримувати економічну політику уряду, доки вона не суперечитиме забезпеченню

стабільності грошової одиниці. У Законі “Про Національний банк України” визначається, що у сфері своєї безпосередньої діяльності банк наділений повною незалежністю [140]. Це означає, що будь-який орган державної влади, законодавчої чи виконавчої, не має права давати вказівки обов’язкового характеру центральному банку держави.

Слід відзначити, що Національному банку України відповідно до статті 93 Конституції надане право законодавчої ініціативи [81]. Таке положення ще раз підкреслює незалежний статус Національного банку в системі органів державної влади. Водночас, як зазначає академік В. Геєць, “незалежність центрального банку слід розуміти не як його незалежність ні від кого і ні від чого, а як юридично закріплену відсутність прямого підпорядкування уряду та наявність власних фінансових джерел для забезпечення виконання своїх функцій” [35]. Тобто автономія центрального банку зовсім не означає відсутність співробітництва між центральним банком, урядом і парламентом, а також іншими державними органами. Навпаки, ці інституції повинні погоджувати між собою економічні дії і політику, яку вони проводять у країні. Особливо це стосується економічної програми уряду, бюджету, що ним розробляється і схвалюється парламентом, та принципів монетарної політики, які розробляє центральний банк [1, с.23–24].

Зміцнення формальної незалежності Національного банку України у 2010 р. відбулося в основному завдяки зовнішньому впливу, зокрема, програмі кредитування МВФ. Більшість цих змін було спочатку задекларовано у Меморандумі про економічну і фінансову політику, а потім затверджено змінами в законодавстві України [128]. Політичну незалежність Національного банку було посилено запровадженням триваліших термінів повноважень Голови НБУ і членів Ради НБУ (збільшено до семи років). Це зменшило можливість впливу політичного циклу, коли новий уряд і/або президент міняє кандидатів. Також ухвалено обмеження щодо кандидатур на пост голови і членів Ради НБУ. Зокрема, особа не може посідати вказаний пост, якщо має представницький мандат або обіймає посаду керівника органу

державної влади чи іншого державного органу тощо. Скоротилися можливості керівництва НБУ ухвалювати рішення на користь уряду, політичних партій або зацікавлених бізнес-груп.

Економічну незалежність Національного банку було посилено через обмеження кредитних зобов'язань перед урядом. Національний банк України не має права прямо чи опосередковано надавати кредити для фінансування дефіциту державного бюджету. Однак навіть зміцнення інституційної основи незалежності НБУ не виключає можливості невідповідності його формальної та фактичної незалежності [48, с.83].

У Додатку Б наведено порівняння інституційного забезпечення Федеральної резервної системи США, як одного з найбільш незалежних і прозорих у світі центральних банків з одного боку і Національного банку України. Одним із критеріїв, що визначає незалежність центрального банку є порядок призначення керівного складу та тривалість виконання покладених на нього обов'язків. Керівним органом ФРС є Рада керуючих. Президент США за згодою Сенату призначає одного із членів Ради її Головою на чотирирічний термін. Голови Ради можуть переобиратись, але загальне число років на цьому посту не повинно перевищувати 14 років. За понад столітню історію функціонування ФРС її очолювали 15 осіб. В Україні очільник Національного банку призначається на посаду Верховною Радою за поданням Президента України терміном на 7 років, але не більше ніж два строки підряд. До 1999 р. цей термін становив 4 роки. За 23 роки функціонування НБУ його очолювали 9 осіб. Лише за 2014 р. Голову призначали тричі. Безумовно, така плинність кадрів в центральному банку негативно позначається на його незалежності й на політиці, яку він проводить.

Згадане попередньо зміцнення незалежності Національного банку України можна простежити і через зміну згаданого індексу GMT. Згідно з результатами порівняльних досліджень російських науковців, до 2010 року Україна посідала за цим показником передостаннє місце з-поміж 26

постсоціалістичних країн з індексом загальної незалежності у 7 балів з 16 можливих (5 балів за політичну незалежність і 2 бали за економічну) [182, с.58–59]. Сьогодні ситуація принципово змінилася. Детально проаналізувавши текст чинного Закону України “Про Національний банк України” [140], індекс GMT для вітчизняного центрального банку нами оцінено у 14 балів.

Справді, українське законодавство сьогодні задовольняє усі 8 критеріїв політичної незалежності центрального банку. Згідно Закону “Про Національний банк України” [140] Голова НБУ призначається без втручання уряду (критерій 1) і на термін понад 5 років (критерій 2): “Голова Національного банку призначається на посаду Верховною Радою України за поданням Президента України строком на сім років” (стаття 18). Рада директорів центрального банку також призначається без втручання уряду (критерій 3) і на термін понад 5 років (критерій 4) згідно статті 10, де вказано, що “до складу Ради Національного банку входять члени Ради Національного банку, призначені Президентом України та Верховною Радою України. Строк повноважень членів Ради Національного банку – сім років”.

Згідно з критерієм 5, відсутня необхідність в обов’язковій присутності представників влади на Раді директорів банку; у частині 6 статті 11 йдеться лише про те, що “на засідання Ради Національного банку можуть бути запрошені керівники центральних органів влади, представники суб’єктів підприємницької діяльності, науковці та інші фахівці”. Відсутність необхідності у схваленні владою рішень щодо грошово-кредитної політики (критерій 6) підтверджується частиною 1 статті 52, де сказано лише, що “Національний банк та Кабінет Міністрів України проводять взаємні консультації з питань грошово-кредитної політики, розробки і здійснення загальнодержавної програми економічного та соціального розвитку”.

Частина 2 статті 6 (“при виконанні своєї основної функції Національний банк має виходити із пріоритетності досягнення та підтримання цінової стабільності в державі”) задовольняє критерій 7

політичної незалежності центрального банку, який передбачає, що центральний банк згідно з законом зобов'язаний досягнути стабільності цін як пріоритетної цілі. Існування законодавчих норм, що посилюють позиції центрального банку у разі конфлікту з урядом (критерій 8), підтверджується частиною 4 статті 52, згідно з якою “Національний банк підтримує економічну політику Кабінету Міністрів України, якщо вона не суперечить забезпеченню стабільності грошової одиниці України”.

Частина 1 статті 54 (“Національний банк не має права надавати кредити в національній та іноземній валюті, як прямо, так і опосередковано через державну установу, іншу юридичну особу, майно якої перебуває у державній власності, на фінансування витрат Державного бюджету України”) задовольняє одразу чотири критерії економічної незалежності центрального банку, зокрема відсутність автоматичної процедури видачі кредитів уряду (критерій 9), а також критерій 10 (якщо існує можливість видачі кредиту уряду, то лише за ринковою ставкою), на визначений термін (критерій 11) і в обмеженому обсязі (критерій 12). Крім того, згідно з критерієм 13, центральний банк не може бути учасником первинного ринку державного боргу, що задовольняється частиною 2 статті 54, де чітко вказано, що “Національний банк не має права купувати на первинному ринку цінні папери, емітовані Кабінетом Міністрів України, державною установою, іншою юридичною особою, майно якої перебуває у державній власності”.

Згідно пункту 1 частини першої статті 15 одним із повноважень Правління НБУ є прийняття рішення “про встановлення та зміну облікової та інших процентних ставок Національного банку”, а відповідно до частини 1 статті 53 щодо гарантій невтручання – “не допускається втручання органів державної влади та інших державних органів чи їх посадових чи службових осіб, будь-яких юридичних чи фізичних осіб у виконання функцій і повноважень Національного банку, Ради Національного банку, Правління Національного банку чи службовців Національного банку”, тобто центральний банк самостійно (без згоди уряду) встановлює процентні ставки

(критерій 14). Українське законодавство не задовольняє лише останній з критеріїв економічної незалежності, який передбачає, що центральний банк не несе відповідальності за нагляд за банківською системою чи розділяє відповідальність з іншим органом, оскільки пунктом 8 частини першої статті 7 визначено, що Національний банк “здійснює банківське регулювання та нагляд на індивідуальній та консолідованій основі”.

Загалом, можна відзначити, що підвищення незалежності центрального банку в Україні відбувається у руслі загальносвітових тенденцій. За останні два десятиліття середнє значення рівня незалежності центральних банків світу значно збільшилось [182, с.12–14]. У всіх групах країн зросла як політична, так і економічна незалежність. Звичайно найвищі показники демонструють країни з розвинутою ринковою економікою, хоча в дещо менше ніж половині країн цієї групи призначення керівного складу центрального банку не обходиться без втручання уряду. Такий критерій політичної незалежності як зобов’язання центрального банку досягнути стабільності цін як пріоритетної цілі задовольняється майже усіма країнами як з розвинутою економікою, так і країнами, що розвиваються. Стосовно економічної незалежності, то критерій щодо відсутності відповідальності центрального банку за банківський нагляд задовольняється лише у 18% розвинутих країн. У регіональному аспекті найбільш незалежними є центральні банки Європи.

На жаль, картина істотного прогресу у напрямку підвищення незалежності центрального банку в Україні значною мірою залишається лише формальною. Результативність і самостійність у процесі ухвалення рішень як голів НБУ за попереднього президента, так і нинішнього керівника Національного банку викликає чимало запитань. Одне із найгостріших стосується отримання банком “Фінансова ініціатива” понад трьох мільярдів гривень рефінансування від НБУ у третьому кварталі поточного року [83]. Звичайно, з одного боку діяльність центрального банку в Україні кардинально ускладнюється унаслідок поєднання анексії та окупації частини

території, неоголошеної війни та накопичених за тривалий період часу нерозв'язаних економічних проблем. Водночас усе згадане підвищує відповідальність керівництва НБУ за ефективність ухвалених рішень.

Ще одним ключовим інституційним чинником є прозорість (прозорість) діяльності центрального банку, що передбачає розкриття всім зацікавленим особам (кредиторам, інвесторам, громадськості) інформації щодо цілей діяльності, правових, інституційних і економічних основ, принципів рішень і їх обґрунтування, даних, прямо або опосередковано пов'язаних з діяльністю банку, а також умов підзвітності в повному обсязі, в доступній формі та на своєчасній основі.

На рівні центрального банку прозорість може бути реалізована на основі висвітлення: 1) цілей монетарної політики – розкриття інформації про її цілі та кількісні орієнтири; 2) економічних даних – розкриття макроекономічних даних, моделей та прогнозів, що використовуються при ухваленні рішень; 3) процедур монетарної політики – розкриття інформації про внутрішній процес ухвалення рішень, включаючи стенограми, протоколи, звіти тощо; 4) процесу реалізації монетарної політики – розкриття інформації про інструменти та заходи щодо досягнення її мети; 5) операційної прозорості – розкриття інформації про результати та ефекти політики, а також помилки та витрати регулювання, включаючи точність прогнозів [9, с.436].

Прозорість має чотири основні характеристики:

- доступність (відкритість) інформації – регулятор повинен у відкритому доступі або за першим запитом надавати інформацію про свою діяльність;
- повнота охоплення інформації – необхідно надавати достатній обсяг інформації, щоб пояснити як минулі, так і майбутні заходи монетарної політики;
- своєчасність інформації – інформація має надаватися з мінімальним запізненням у часі, включати прогнози майбутнього стану економіки та дій влади;

– цілісність інформації – інструменти і канали інформаційної політики повинні бути сумісні один з одним і скоординовані [181, с.4].

Загалом, з погляду теорії прозорість діяльності центрального банку приносить цілий ряд переваг, зокрема веде до зниження невизначеності та інформаційної асиметрії, підвищення передбачуваності монетарної політики, збільшення економічного добробуту суспільства завдяки точному прогнозуванню та плануванню, зменшення інфляційної інерції, підвищення гнучкості реакції економіки на шоки, підвищення підзвітності центрального банку суспільству, покращення репутації центрального банку та підвищення довіри до його політики [181, с.6–7].

Аргументи проти прозорості обґрунтовані, коли кінцевою метою монетарної політики є економічне зростання чи зайнятість, а не стабільність цін. Досягнення максимально можливого ВВП і зайнятості, зважаючи на короткостроковість впливу центрального банку на обидві змінні, змушує його заохочувати неочікувану інфляцію. З її допомогою монетарна влада може стимулювати економічне зростання впродовж нетривалого періоду часу, поки воно не буде “з’їджене” інфляцією. У такому випадку центральний банк не зацікавлений в оприлюдненні своїх дій, інакше він буде не в змозі стимулювати неочікувану інфляцію [181, с.8].

У практичних цілях розрізняють декілька видів прозорості у монетарній політиці [182, с.16]:

- прозорість цілей економічної політики (політична прозорість);
- розкриття інформації про економічні дані, моделі і прогнози (економічна прозорість);
- інформація про механізми прийняття рішень у монетарній політиці (процедурна прозорість);
- прозорість інформації про дії центрального банку на фінансових ринках і про помилки регулювання (операційна прозорість);

– інформація про мотиви прийняття рішень і можливі майбутні дії (стратегічна транспарентність).

На основі цієї класифікації С. Ейффінгером і П. Гераатс був побудований індекс транспарентності центрального банку. Кожен з видів транспарентності оцінювався за трибальною шкалою. Підсумковий індекс визначався як сума отриманих індексів. Максимально можливе значення (15) відповідало найвищій мірі транспарентності [182, с.16–17].

Проблема відкритості і транспарентності монетарної політики пов'язана зі зростанням незалежності центральних банків і, відповідно, підвищенням вимог щодо їх звітності, а також з нестабільністю фінансових ринків, які через недостатню відкритість монетарної влади не довіряють їй.

Згідно з гіпотезою раціональних очікувань, якщо економічні суб'єкти довіряють монетарній політиці завдяки відкритості і транспарентності центрального банку, їх дії сприятимуть ефективному досягненню монетарною владою її довгострокових цілей, зокрема, стабільності цін. На жаль, на думку російського економіста С. Моїсеєва, теоретичні дослідження проблем відкритості і транспарентності малоефективні на практиці [100]. З його погляду, гіпотеза раціональних очікувань не має емпіричного підтвердження, що ставить під сумнів усю сучасну концепцію транспарентності центрального банку. На противагу раціональній поведінці ринок демонструє ірраціональність. Гіпотеза ірраціональних очікувань також пропагує відкритість та транспарентність центрального банку. Проте вони не зменшуватимуть ірраціональність поведінки, а лише допоможуть зменшити можливість виникнення спонтанних криз, викликаних “стадною” поведінкою інвесторів [100].

Діяльність Федеральної системи США є однією з найпрозоріших серед інших центральних банків світу. Висока транспарентність ФРС досягається шляхом ефективною комунікаційною політики. Рада керуючих регулярно доповідає Конгресові та його комітетам щодо своєї діяльності. Крім цього громадськість має доступ до великої кількості статистичних даних та іншої

інформації про діяльність ФРС, що регулярно публікується у вигляді щорічних звітів, щомісячних бюлетенів тощо [118].

Європейський центральний банк (ЄЦБ) для інформування суспільства та учасників фінансового ринку використовує цілу низку комунікаційних засобів: щомісячні прес-конференції; щорічне звітування голови банку перед парламентом та щоквартальні зустрічі з членами Комітету парламенту з економічних і монетарних справ; промови та інтерв'ю членів Ради керуючих; зустрічі з представниками суспільства; спілкування з науковцями (проведення конференцій, семінарів тощо) [206].

В останні роки в Україні зроблені важливі кроки до покращення комунікаційної політики центрального банку. У травні 2011 р. розпочалася реалізація ініціативи щодо розроблення комунікаційної політики поширення статистичної інформації та публікацій Національного банку України, яку було реалізовано у межах Проекту розроблення та впровадження публічної політики в Україні (PRISM) за фінансування Канадською агенцією міжнародного розвитку (CIDA) та управління Канадським бюро міжнародної освіти (CBIE). Метою цієї ініціативи було сприяння ефективнішій реалізації монетарної політики у результаті більш прозорої комунікації щодо цілей та завдань НБУ.

У межах цієї ініціативи досягнуті такі результати [63]:

- вперше підготовлено документ Комунікаційної політики Національного банку України щодо збирання та поширення статистичної інформації та публікацій; таким чином надано допомогу НБУ щодо визначення цілей та напрямів роботи для вдосконалення системи комунікацій з постачальниками статистичної інформації, а також комунікації з внутрішніми та зовнішніми користувачами статистичної інформації;
- вперше підготовлено документ Керівництва з комунікацій зі статистики, що закладає міцну основу для системного застосування інструментів комунікаційної політики НБУ щодо збирання та поширення статистичної інформації та публікацій;

- вперше проведено оцінку потреб у змінах політики НБУ щодо збору, обробки та поширення статистичної інформації; таким чином було з'ясовано думку щодо потреб у змінах чинної політики від трьох широких цільових груп (постачальників статистичної інформації, співробітників НБУ, які займаються її збором, обробкою та розповсюдженням, і кінцевих споживачів статистичної інформації);
- забезпечено сприяння горизонтальній координації роботи структурних підрозділів НБУ у сфері розроблення комунікаційної політики Національного банку України щодо збирання та поширення статистичної інформації та публікацій;
- забезпечено сприяння вертикальному поширенню інформації про комунікаційну політику Національного банку України щодо збирання та поширення статистичної інформації та публікацій до територіальних управлінь НБУ;
- забезпечено сприяння практичному впровадженню деяких аспектів кращого зарубіжного досвіду (зокрема, канадських практик) у роботу НБУ: таким чином запроваджено інститут уповноважених фахівців за формами та напрямками статистичної звітності.

Проте, принцип транспарентності монетарної політики, на жаль, досі не має належного застосування в практичній діяльності НБУ. У комунікаційній політиці відсутні окремі канали, інструменти вичерпного та прозорого інформування широкого загалу про діяльність центрального банку. За нещодавніми дослідженнями, НБУ з трьома балами із п'ятнадцяти можливих виявився найменш прозорим у Європі, після російського та хорватського центральних банків [162, с.288].

Світова практика підтверджує важливість і необхідність незалежності центральних банків у реалізації грошово-кредитної політики. На нашу думку, саме вищий рівень незалежності та прозорості дій Національного банку України допоможе підвищити рівень довіри до його діяльності і тим самим сприятиме ефективності монетарного впливу. За останні роки в Україні було

зроблено низку важливих кроків щодо посилення незалежності та прозорості діяльності Національного банку. Однак, всі ці заходи мають формальний характер і на практиці виконуються частково або не виконуються взагалі.

Загалом, в умовах сучасних українських економічних реалій – втрата частини території, масштабний економічний спад, зниження офіційного обмінного курсу національної грошової одиниці більш як втричі, втрата більшої частини золотовалютних резервів країни, подальше зволікання з реальними реформами – завдання макроекономічної стабілізації залишається одним з першочергових. Поряд з ефективними фіскальними заходами важливою передумовою його вирішення стає повноцінне використання можливостей монетарних інструментів. Для цього необхідно здійснити низку заходів, серед яких:

- забезпечення та підтримання позитивного щодо інфляції рівня облікової ставки для максимальної ефективності дії цього інструменту;
- удосконалення процентної політики як пріоритетного монетарного інструменту, зокрема щодо процесу визначення коридору процентних ставок Національного банку за активними і пасивними операціями для зменшення їх волатильності;
- поширення використання депозитних та кредитних операцій репо для забезпечення передбачуваності, прозорості і прогнозованості операцій центрального банку, а тим самим, стабільності міжбанківського грошового ринку;
- підвищення ефективності процентного каналу монетарного передавального механізму для забезпечення ліквідності комерційних банків через надання їм короткострокових кредитів (в основному кредитів овернайт);
- використання потенціалу прямих інструментів стимулювання кредитної активності банків, зокрема селективних кредитів та субсидування процентних ставок;

- розширення процесів інвестиційного кредитування через пропозицію нових привабливих фінансових інструментів і залучення коштів населення;
- посилення диференціації нормативів обов'язкового резервування як важливого інструменту дедоларизації вітчизняної економіки, що полегшуватиме Національному банку контроль за ситуацією у монетарній сфері;
- формування ефективного інституційного забезпечення та різнопланового стимулювання розвитку національного фондового ринку;
- забезпечення належного нагляду за цільовим використанням комерційними банками коштів, отриманих через інструменти рефінансування від Національного банку;
- відновлення, передусім за допомогою міжнародних фінансових організацій, мінімально прийняттого рівня золотовалютних резервів країни;
- удосконалення системи валютного регулювання і використання валютних інтервенцій для регулювання показників грошово-кредитного ринку і досягнення інфляційних цілей, а не для регулювання валютного курсу;
- завершення формування усіх елементів режиму, що базується на ціновій стабільності і перехід до фактичного таргетування інфляції;
- законодавче визначення правил взаємодії монетарної та фіскальної влади і фактичне дотримання ними цих правил, що передбачатимуть скоординованість завдань, цілей і дій уряду та центрального банку для стабілізації національної економіки;
- забезпечення реальної незалежності Національного банку, щоб унеможливити ухвалення рішень в інтересах тих чи інших впливових груп, а не економіки країни загалом;
- удосконалення процедури прийняття монетарних рішень та активне використання комунікативної політики Національного банку для поступового повернення довіри до діяльності центрального банку країни.

Висновки до розділу 3

До початку розгортання масштабної фінансово-економічної кризи політика більшості центральних банків розвинених країн базувалась на утриманні стабільно низького рівня інфляції. Основним засобом впливу на грошово-кредитний ринок виступала короткострокова процентна ставка. Такий підхід був успішним протягом двох десятиліть. Проте криза 2008–2009 рр. спонукала науковців до переосмислення ролі і меж застосовності традиційних монетарних інструментів стабілізаційної політики.

Для подолання наслідків кризи Федеральна резервна система США знизила базову процентну ставку до мінімального рівня, проте цього виявилось недостатньо. Реагуючи на складність ситуації, центральний банк США вдався до нетрадиційних підходів, зокрема зміни балансу центрального банку через масштабні програми викупу активів (кількісне пом'якшення) та управління очікуваннями за допомогою так званого перспективного орієнтування. Якщо вдала комунікативна політика ФРС мала очевидний позитивний ефект для стабілізації економіки США, то результативність кількісного пом'якшення є предметом активних дискусій як науковців, так і практиків.

Монетарна політика Центрального банку Росії безумовно сприяла пом'якшенню негативних наслідків зовнішніх збурень на російську економіку, проте його антикризова модель не була оптимальною. У Польщі подолання наслідків кризи проходило успішно значною мірою завдяки прозорості банківської системи та адекватним формам і інструментам її стабілізації з боку монетарної влади. Цікавим є досвід Латвії, яка відмовилася від девальвації на користь стабільного курсу національної валюти, обравши шлях непопулярних фіскальних рішень і різкого обмеження бюджетних видатків.

Ефективність застосування центральним банком монетарних інструментів стабілізаційної політики значною мірою залежить від інституційного забезпечення його діяльності. Важливими чинниками тут є

ступінь незалежності та прозорості діяльності центрального банку. Належне забезпечення такої незалежності можливе, якщо керівництво центрального банку захищене від політичного тиску, уряд не бере участі в ухваленні рішень центральним банком і не може їх відмінити, законодавством чітко визначено завдання монетарної політики, а фінансова незалежність центрального банку базується на обмеженні обсягів позик, що можуть бути надані уряду. Низький рівень незалежності, а також недостатня прозорість діяльності центрального банку, негативно позначаються на очікуваннях економічних суб'єктів, що, своєю чергою, викликає недовіру до банківської системи в цілому.

У перші роки незалежності України уряд мав безпосередній вплив на діяльність Національного банку. Згодом, з прийняттям Закону України “Про Національний банк” (1999 р.), політичну та економічну незалежність НБУ було посилено. У 2010 році з новими законодавчими змінами відбулось подальше зміцнення незалежності Національного банку через запровадження триваліших термінів повноважень Голови НБУ і членів Ради НБУ, обмеження щодо кандидатур на ці посади, обмеження надання кредитів для фінансування дефіциту державного бюджету. Таким чином в останні роки політична та економічна незалежність Національного банку помітно зросли, принаймні формально, що підтверджується поточним значенням індексу GMT у 14 балів з 16 можливих.

Для підвищення прозорості діяльності Національного банку інформація для широкого загалу повинна бути відкритою, повною, своєчасною та цілісною. За останні роки в Україні зроблено певні кроки для покращення комунікаційної політики НБУ, проте вони, з одного боку, вочевидь недостатні, а з іншого – залишаються переважно формальними. Водночас за сьогоденних екстремальних економічних умов відновлення довіри до дій Національного банку стає ключовою передумовою ефективності використання ним усього набору монетарних інструментів стабілізаційної політики.

ВИСНОВКИ

Процес розвитку ринкової економіки характеризується хвилеподібною діловою активністю, що становить перешкоду для сталого економічного зростання і досягнення макроекономічної стабільності національної економіки. З'ясування причин циклічного розвитку економіки є одним з найбільш дискусійних питань в економічній науці. З перебігом часу причини, механізми і характерні риси економічних коливань дещо змінюються, що вимагає постійної уваги до цієї проблеми. Протягом тривалого часу вчені намагаються визначити шляхи пом'якшення економічних коливань та створити моделі прогнозування економічної динаміки.

Для боротьби з негативними наслідками спадів ділової активності уряд проводить стабілізаційну політику, основними інструментами якої є фіскальні та монетарні важелі впливу. Така політика може бути активною або пасивною. Сьогодні більшість науковців віддають перевагу активній стабілізаційній політиці. Серед недоліків активних дій з боку держави – наявність тривалих часових лагів та вплив очікувань економічних суб'єктів. Також економісти сперечаються щодо того, чи повинна стабілізаційна політика слідувати заздалегідь визначеним правилам. Ефективнішою сьогодні вважається політика, що гнучко та адекватно реагує на збурення в економіці, тому частина науковців схиляється до думки, що монетарні і фіскальні заходи уряду мають ґрунтуватись на свободі дій.

Питання про роль монетарного інструментарію стабілізаційної політики досліджувалось багатьма школами світової економічної думки. Представники класичної школи монетарному впливу держави не надавали особливого значення, вважаючи економіку саморегульованою. Кейнс і його послідовники піддали сумніву погляди класиків щодо саморегулювання економічних процесів і наполягали на активній державній політиці і особливо на бюджетному регулюванні. Монетаристи на чолі з М. Фрідманом пріоритетними вважали власне монетарні інструменти стабілізаційної

політики. З розвитком економічної думки уявлення щодо значення та ефективності монетарних важелів держави змінювалися і були предметом постійних дискусій.

Стратегічною метою будь-якої держави є забезпечення сталих темпів економічного зростання, що зумовлює необхідність дієвої стабілізаційної політики. Ключову роль в забезпеченні ефективності монетарних стабілізаційних заходів відіграє центральний банк. Використання ним різних монетарних інструментів варіюється залежно від спрямованості економічного розвитку країни, ступеня відкритості економіки, рівня розвиненості грошового ринку, особливостей національної банківської системи, конкретних умов тощо. Монетарні інструменти, що знаходяться у розпорядженні центрального банку, умовно класифікують відповідно до тих чи інших критеріїв, але трьома основними є операції на відкритому ринку, зміна облікової ставки та зміна норми резервування. Саме завдяки ефективному поєднанню важелів монетарного впливу центральний банк має змогу досягнути поставлених цілей і, як результат, повернути національну економіку на шлях стабільного розвитку.

Необхідною умовою ефективного функціонування національної економіки є обрання оптимального монетарного режиму, що може передбачати як відсутність чіткого правила (монетарний режим без явного номінального якоря), так і дотримання певного кількісно визначеного таргету (монетарне таргетування, таргетування валютного курсу, інфляції чи номінального ВВП). Загалом, вплив центрального банку на макроекономічні показники здійснюється через монетарний передавальний (трансмісійний) механізм, який складається з декількох каналів, зокрема процентного, кредитного, каналу валютного курсу (у складі каналу цін активів) та каналу очікувань економічних суб'єктів. Принцип дії кожного каналу полягає у зміні тих чи інших параметрів, які у відповідний спосіб впливають на макроекономічні показники і в результаті на загальний стан національної економіки.

У перші роки незалежності України монетарна політика Національного банку значною мірою залежала від рішень уряду. У 1992–1994 рр. проводилася так звана політика фінансового стримування, яка проявлялась у селективному кредитуванні пріоритетних, з точки зору уряду, підприємств та галузей. Адресне кредитування окремих галузей економіки у цей період негативно позначилось на реальному секторі і загальному стані національної економіки. У період економічного зростання обсяги кредитування реального сектору динамічно зростали, з'явилися нові види кредитів, збільшилась частка кредитів у національній валюті тощо. У роки кризи 2008–2009 років та після неї ситуація помітно погіршилась і Національному банку України вдалося лише частково її стабілізувати, поєднавши вплив ринкових та адміністративних інструментів.

Дослідження впливу процентної політики Національного банку на кредитування реального сектору в Україні ускладнюється відсутністю неперервних рядів часових даних. Аналіз різних часових періодів дає неоднозначні результати. У період 1996–2001 років простежується слабкий статистично значущий зв'язок між приростом обсягів кредитування реального сектору та зниженням реальної процентної ставки за кредитами з лагом у 2–3 місяці. Натомість у 2007–2014 роках зв'язку між динамікою обсягів кредитування та реальною або номінальною процентними ставками не виявлено, хоча Національний банк за допомогою офіційних процентних ставок мав помірний вплив на формування ставки за кредитами. Водночас тут мав місце помітний значущий зв'язок між темпами приросту грошового агрегату M2 і темпами приросту кредитів, наданих реальному сектору.

Фінансово-економічна криза 2008–2009 рр. засвідчила недостатню дієвість традиційних монетарних інструментів у вітчизняній економіці. Ще напередодні кризи потенціал впливу норми резервування як монетарного інструменту фактично досягнув межі своїх можливостей. Сьогодні обсяги обов'язкових резервів банків та обсяги їх кредитування є просто неспівмірними, що залишає за обов'язковими резервами лише певну

страхову роль для забезпечення стійкості банківської системи, але позбавляє Національний банк можливостей впливу на поведінку комерційних банків за допомогою зміни нормативів резервування.

Облікова ставка протягом тривалого часу також залишалася хіба що формальним індикатором намірів центрального банку країни, оскільки нерідко була нижчою за темпи інфляції, а частка кредитів комерційним банкам у структурі балансу Національного банку становила близько 1%. Коливання процентних ставок за кредитами, інколи дуже значні, відбувалися на фоні практично незмінної облікової ставки. Кореляційний аналіз за період 2008–2014 років засвідчив відсутність впливу усіх різновидів офіційних процентних ставок на динаміку цін в економіці (як споживчих, так і цін виробників).

Через слабкість та неефективність вітчизняного фондового ринку Національний банк України не має змоги широко використовувати купівлю-продаж державних цінних паперів як інструмент управління ліквідністю комерційних банків. Ситуацію ускладнює відсутність достатньої кількості надійних і привабливих для інвесторів боргових інструментів. Усе це зумовлює необхідність пошуку нових засобів монетарного регулювання, а також поглиблення координації з іншими видами економічної політики, що мають вплив на немонетарну складову інфляції.

У період після кризи 2008–2009 рр. валютно-курсова політика Національного банку України загалом сприяла стабілізації інфляційних процесів в економіці. Саме обмінний курс можна вважати основним дієвим інструментом НБУ в цей період. На жаль, ситуація різко погіршилася у 2014 році. Можна простежити неприємну аналогію у діях Національного банку восени–взимку 2008 року та протягом 2014 року, коли комерційні банки отримували дуже значні обсяги рефінансування без належного контролю за використанням цих коштів. Справді, за допомогою кореляційного аналізу виявлено існування прямого зв'язку між зростанням обсягів рефінансування та зниженням курсу національної грошової одиниці.

Ефективна антиінфляційна стратегія вимагає обрання оптимального монетарного режиму. З середини 2000-х років вітчизняні науковці активно обговорювали перспективи переходу до інфляційного таргетування. Ще напередодні кризи 2008–2009 рр. Національним банком України було сформульовано положення середньострокової стратегії монетарної політики, що сприяли б такому переходу. Водночас частина економістів наголошувала на відсутності необхідних передумов для запровадження інфляційного таргетування в Україні. У 2009–2010 рр. було вжито низки заходів, які створювали певні формальні передумови для переходу до монетарного режиму, базованого на ціновій стабільності, який є фактично різновидом інфляційного таргетування. Проте, перші реальні кроки у цьому напрямку – перехід до вільного плавання обмінного курсу гривні – було зроблено лише навесні 2014 р., у надзвичайно складних умовах жорсткого економічного спаду та неоголошеної війни.

Однією з ключових проблем реалізації стабілізаційної політики в Україні залишається забезпечення належної взаємодії заходів фіскальної, монетарної та валютно-курсової політики. Окрім певної інструментальної суперечливості в Україні існує також неузгодженість термінів обміну інформацією при розробленні основних прогнозних і програмних документів уряду та Національного банку. Недостатня скоординованість дій монетарного регулятора та уряду помітно обмежує ефективність стабілізаційних заходів у вітчизняній економіці, що особливо проявляється у кризові періоди.

Напередодні світової фінансово-економічної кризи 2008–2009 рр. більшість центральних банків розвинених країн світу дотримувалися усталених упродовж двох попередніх десятиліть підходів, зокрема щодо утримання інфляції на стабільно низькому рівні та використання короткострокової процентної ставки як основного інструменту впливу на грошово-кредитний ринок. Проте криза змусила центральні банки

переосмислити своє бачення ролі і можливостей традиційних інструментів монетарної політики і вдатися до пошуку нетрадиційних засобів.

Федеральна резервна система США у боротьбі з кризовими явищами діяла оперативно і рішуче, послідовно знизивши федеральну резервну ставку до нульової межі. Незважаючи на високий рівень довіри до ФРС та низький рівень інфляційних очікувань, традиційних засобів виявилось недостатньо. Це спонукало ФРС до використання нетрадиційних інструментів монетарної політики, передовсім масштабних програм викупу активів (кількісне пом'якшення) та управління очікуваннями за допомогою так званого перспективного орієнтування. Результативність першого з цих засобів залишається предметом активних дискусій, натомість дієвість другого визнається абсолютною більшістю фахівців.

Застосування монетарних інструментів для стабілізації економіки і подолання наслідків кризи у Польщі виявилось ефективнішим, ніж у Росії здебільшого завдяки вищій прозорості банківської системи та дій центрального банку. Цікавим для України є латвійський досвід, який засвідчив, що для боротьби зі спадом економічної активності не обов'язково вдаватися до девальвації національної валюти; альтернативний шлях – скорочення видатків бюджету і непопулярні фіскальні рішення. Очевидно, що успіх такого підходу стабілізаційної політики критично залежить від чіткої координованості завдань, цілей і дій уряду та центрального банку.

В умовах серйозних фінансових шоків ключового значення набуває інституційне забезпечення реалізації монетарної політики в Україні. Ефективність застосування центральним банком монетарних важелів для стабілізації ситуації на грошово-кредитному ринку значною мірою залежить від таких інституційних чинників як ступінь незалежності та прозорості діяльності центрального банку. Незалежності сприяють чітко сформульована пріоритетна ціль та самостійність центрального банку у виборі інструментів її досягнення, заборона прямого кредитування потреб уряду, призначення керівного складу без втручання органів влади, наявність чітких механізмів

розв'язання конфлікту інтересів центрального банку і уряду, а також порядок фінансування центрального банку, який не залежить від його політики.

Як свідчить світовий досвід, транспарентність центрального банку підвищує довіру як до його дій, так і до банківської системи загалом, що помітно сприяє дієвості монетарних заходів. Важливими умовами, що свідчать про прозорість центробанку, є відкритість, повнота, своєчасність та цілісність інформації, що надається у широкий доступ. На жаль, Національний банк України не завжди вчасно і повно надає інформацію про монетарну політику і ситуацію на фінансових ринках. Хоча за останні роки в Україні зроблено певні кроки для покращення комунікаційної політики Національного банку України, більшість цих змін носить переважно формальний характер. Натомість сьогодні, в умовах вкрай складної економічної ситуації та знецінення більш ніж утричі національної грошової одиниці, підвищення результативності використання монетарних інструментів можливе лише на основі відновлення належного рівня довіри до дій центрального банку країни.

Основні положення дисертаційної роботи знайшли відображення у публікаціях дисертанта [23; 24; 172–180; 184].

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Адамик Б. Національний банк і грошово-кредитна політика : навч. посіб. / Б. Адамик – Тернопіль : Карт-бланш, 2002. – 278 с.
2. Азаренкова Г. Вплив політики кількісного пом'якшення на фінансовий ринок / Г. Азаренкова, І. Шкодін, М. Гойхман // Вісник НБУ. – 2013. – № 12. – С. 4–8.
3. Алехнович А. Макроэкономическая стабилизация в Польше во время мирового кризиса в 2008-2009 гг.: возможные уроки для Беларуси [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://case-belarus.eu/wp-content/uploads/2011/07/Alachnovic_Macrostabilitation_2010.pdf
4. Алімпієв Є. Інфляційне таргетування за умови асиметрії загального рівня цін / Є. Алімпієв // Фінанси України. – 2010. – № 10. – С. 21–28.
5. Аналітична економія: макроекономіка і мікроекономіка : підручник у 2 кн. / за ред. С. Панчишина і П. Островерха. Кн. 1: Вступ до аналітичної економії. Макроекономіка – К. : Знання, 2006. – 723 с.
6. Аникин А.В. Юность науки: жизнь и идеи мыслителей-экономистов до Маркса / А.В. Аникин. – М. : Политиздат, 1975. – 384 с.
7. Арбузов С. Основні засади грошово-кредитної політики на 2013 рік: нотатки на полях / С. Арбузов, О. Щербакова // Вісник НБУ. – 2013. – № 1. – С. 3–6.
8. Арбузов С. Стан і перспективи розвитку грошово-кредитного ринку України / С. Арбузов, О. Щербакова // Вісник НБУ. – 2012. – № 6. – С. 3–8.
9. Арбузов С.Г. Банківська енциклопедія [Електронний ресурс] / С.Г. Арбузов, Ю.В. Колобов, В.І. Міщенко, С.В. Науменкова. – К. : Центр наукових досліджень Національного банку України: Знання, 2011. – 504 с. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=112997>
10. Аржевітін С. Чому Україні потрібен перехід до нового монетарного режиму? / С. Аржевітін // Фінанси, облік і аудит. – 2010. – № 16. – С. 7–16.

11. Атамась Н.І. Монетарна політика в доларизованій економіці України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. ек. наук : спец. 08.00.01 "економічна теорія та історія економічної думки" / Н.І. Атамась. – Львів : ЛНУ ім. І. Франка, 2012. – 20 с.
12. Базилевич В.Д. Макроекономіка : підручник / В.Д. Базилевич, К.С. Базилевич, Л.О. Баластрик ; за ред. В.Д. Базилевича. – К. : Знання, 2007. – 703 с.
13. Балудянський М. Стаття теоретическая о разделении и обороте богатства / М. Балудянський // Статистич. журн. – 1808. – Т.2. – Ч. 2.
14. Банківська система України: становлення і розвиток в умовах глобалізації економічних процесів : монографія / за ред. д.е.н., проф. О.В. Дзюблюка. – Тернопіль : «Вектор», 2012. – 462 с.
15. Береславська О. Роль Національного банку України у підвищенні ефективності валютної політики / О. Береславська // Економіка і прогнозування. – 2011. – №1. – С. 48–58.
16. Береславська О. Чинники курсової нестабільності в Україні / О. Береславська // Вісник НБУ. – 2009. – №2 – С. 8–14.
17. Блауг М. Економічна теорія в ретроспективі / М. Блауг ; пер. з англ. І. Дзюб. – К. : Основи, 2001. – 670 с.
18. Бойко В.С. Логіка політичного циклу та стрімке гальмування інфляції в Україні в 2011–2012 рр.: мотивація, інструментарій та ймовірні наслідки / В.С. Бойко // Вісник комерційної академії. Серія Економічна. – 2013. – Вип. 41. – С. 47–57.
19. Буковинський С.А. Середньострокова монетарна стратегія та проблеми її формування й реалізації в Україні / С.А. Буковинський, А.А. Гриценко, Т.О. Кричевська // Фінанси України. – 2008. – № 6. – С. 3–30.
20. Бурда М. Макроекономіка: європейський контекст / М. Бурда, Ч. Виплош ; наук. ред. та пер. С. Панчишин. – К. : Основи, 1998. – 682 с.
21. Бычков В.П. О банковских резервах / В.П. Бычков, В.П. Бердышев // Банковское дело. – 2003. – № 4. – С. 21–26.

22. Бюлетень Національного банку України : щомісячне аналітично-статистичне видання Національного банку України. – 2008. – №12 (189). – 167 с.
23. Ватаманюк О.З. Американський досвід монетарної політики під час кризи 2008–2009 років та у період виходу з неї / О.З. Ватаманюк, М.М. Ватаманюк, С.М. Тимків // Формування ринкової економіки в Україні : Збірник наукових праць. – Львів : ЛНУ ім. І. Франка, 2014. – Вип. 31 (Частина 1). – С. 110–117.
24. Ватаманюк О.З. Аналіз ефективності традиційних інструментів монетарної політики у період нестабільного розвитку економіки України у 2008–2014 роках / О.З. Ватаманюк, С.М. Тимків // Вісник Львівського національного університету. Серія економічна. – Львів : ЛНУ ім. І. Франка, 2014. – Вип. 51. – С. 469–477.
25. Ватаманюк О.З. Україна, хроніки кризи (зима 2008–2009 років) / О.З. Ватаманюк // Формування ринкової економіки в Україні : зб. наук. праць. – Львів : ЛНУ ім. І. Франка, 2009. – Вип. 19. – С. 7–15.
26. Вахненко Т. Державний борг України та його економічні наслідки / Т. Вахненко. – К. : Альтерпрес, 2000. – 152 с.
27. Вдосконалення координації грошово-кредитної та фіскальної політики : інформаційно-аналітичні матеріали / за ред. В.І. Міщенко, О.І. Кіреєва, М.М. Шаповалової – К. : Центр наукових досліджень НБУ, 2005. – 96 с.
28. Вешко А.Т. Політичний цикл і структурні тенденції в економіці України / А.Т. Вешко // Вісник комерційної академії. Серія Економічна. – 2013. – Вип. 41. – С. 34–46.
29. Вишинський А. Хто заробив на девальвації “імені Арбузова?” [Електронний ресурс] / А. Вишинський, О. Комаха // Українська Правда, 4.02.2014, 10.50. – Режим доступу : <http://www.epravda.com.ua/publications/2014/02/4/418036/>.
30. Вовчак О. Інституційні детермінанти формування монетарної політики в Україні / О. Вовчак, М. Хмелярчук // Вісник НБУ. – 2010. – № 9. – С. 3–10.

31. Вступ до економічної теорії : підручник. / [З. Ватаманюк, С. Панчишин, С. Кудин та ін.] ; за ред. З. Ватаманюка. – Вид. третє, доп. – Львів : Новий Світ – 2000, 2006, – 504 с.
32. Вукович Г. Особенности реализации денежно-кредитной политики Российской Федерации [Электронный ресурс] / Г. Вукович, В. Сулейманова // Общество: Политика, Экономика, Право. – 2012. – № 4. – Режим доступа: <http://cyberleninka.ru/article/n/osobennosti-realizatsii-denezhno-kreditnoy-politiki-rossiyskoy-federatsii>
33. Габбард Р.Г. Гроші, фінансова система та економіка : підручник / Р.Г. Габбард ; пер. з англ. ; наук. ред. пер. М. Савлук, Д. Олесевич. – К. : КНЕУ, 2004. – 889 с.
34. Геєць В. Макроекономічна оцінка грошово-кредитної та валютно-курсової політики України до і під час кризи / В. Геєць // Економіка України. – 2009. – № 2. – С. 5–23.
35. Геєць В. Незалежність центрального банку – запорука стабільності [Електронний ресурс] / В. Геєць // Урядовий кур'єр, 19 травня 2006 р.– Режим доступу : http://f.ief.org.ua/Text/UK_Centrobank.pdf.
36. Гнучкий режим курсоутворення: етапи запровадження та можливі наслідки для економічного розвитку України : наук.-аналіт. матеріали / [Міщенко В.І., Нідзельська І.А., Кулінець А.П., Шульга С.О.]. – К. : Нац. банк України. Центр наукових досліджень, 2010. – Вип. 15. – 124 с.
37. Головнин М. Ю. Денежно-кредитная политика России в условиях глобализации. / М.Ю. Головнин. – М. : Ин-т экономики РАН, 2012. – 44 с.
38. Гребеник Н. Основні віхи у формуванні та проведенні грошово-кредитної (монетарної) політики в Україні. Стаття перша. Становлення монетарної політики в незалежній Україні / Н. Гребеник // Вісник НБУ. – 2007. – №5 – С.12–22.
39. Гребеник Н. Основні віхи у формуванні та проведенні грошово-кредитної (монетарної) політики в Україні. Стаття друга. Розвиток і

оптимізація механізмів та інструментів монетарної політики / Н. Гребеник // Вісник НБУ. – 2010. – № 2 – С. 10–15.

40. Гриньова В.М. Державне регулювання економіки : підручник / В.М. Гриньова, М.М. Новікова. – Х. : ВД ІНЖЕК, 2007, – 735 с.

41. Гриценко А.А. Стабільність грошової одиниці і шляхи її забезпечення / А.А. Гриценко // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування: матеріали науково-практичної конференції. – К., 2002 – 270 с.

42. Гриценко А. Інститут таргетування інфляції: зарубіжний досвід і перспективи запровадження в Україні / А. Гриценко, Т. Кричевська, О. Петрик. – К. : Ін-т економіки та прогнозування, 2008. – 272 с.

43. Гриценко А. Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики. Стаття друга. Архітектоніка монетарних стратегій і зарубіжний досвід їх формування та застосування / А. Гриценко, Т. Кричевська // Вісник НБУ. – 2006. – № 2 – С. 8–19.

44. Гроші та кредит : навч. посібник / [за ред. д-ра ек. наук, проф. М.І. Крупки]. – Львів : Видавн. центр ЛНУ ім. Івана Франка. – 2010. – 408 с.

45. Гроші та кредит : підручник / С.К. Реверчук [та ін.] ; за ред. д-ра екон. наук, проф. С.К. Реверчука. – К. : Знання, 2011. – 382 с.

46. Гроші та кредит : підручник. / М.І. Савлук, А.М. Мороз, М.Ф. Пуховкіна та ін. ; за заг. ред. М.І. Савлука. – 3-тє вид., перероб. і доп. – К. : КНЕУ, 2002. – 598 с.

47. Даниленко А.І. Грошово-кредитний ринок України: кризові уроки та короткострокові перспективи / А.І. Даниленко, Н.М. Шелудько // Економіка і прогнозування. – 2010. – № 1 – С. 9–19.

48. Даниленко О. Інституційна довіра і довіра до центрального банку / О. Даниленко // Економічна теорія. – 2012. – № 3. – С. 74–84.

49. Дзюблюк О. Політика обмінного курсу в умовах ринкової трансформації економіки / О. Дзюблюк // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – 2003. – Вип. 2. – С. 7–12.

50. Дзюблюк О. Стратегія монетарної політики Національного банку України та її вплив на економічний розвиток / О. Дзюблюк // Вісник НБУ. – 2008. – №1. – С. 8–13.
51. Дзюблюк О. Структура банківської системи та проблеми її розвитку в умовах перехідної економіки України / О. Дзюблюк // Наукові записки Тернопільського державного педагогічного університету ім. В. Гнатюка. Сер. Економіка. – 2002. – № 12. – С. 148–152.
52. Дзюблюк О.В. Ефективність монетарного впливу центрального банку на кредитне стимулювання розвитку виробництва / О.В. Дзюблюк, Г.М. Забчук // Фінанси України. – 2012. – № 7. – С. 17–27.
53. Дзюблюк О. Монетаристська теорія і реалії грошово-кредитної політики в умовах перехідної економіки / О. Дзюблюк // Вісник НБУ. – 1999. – № 5. – С. 9–14.
54. Дії Національного банку України в період загострення світової фінансової кризи [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua>.
55. Долан Э. Дж. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Э.Дж. Долан, К.Д. Кэмпбелл, Р.Дж. Кэмпбелл ; пер. с англ. В. Лукашевича и др. ; под общ. ред. В. Лукашевича. – М., 1996. – 448 с.
56. Дорнбуш Р. Макроекономіка / Р. Дорнбуш ; пер. з англ. В. Мусієнко та В. Овсієнко. – К. : Основи, 1996. – 784 с.
57. Дубихвіст О. Якісне оновлення державних фондів інструментів – передумова подолання проблеми ліквідності ринку облігацій / О.Дубихвіст, В.Лановий // Вісник НБУ. – 2012. – № 1. – С. 3–6.
58. Економіка України на шляху від депресії до зростання: джерела, важелі, інструменти / Я.А. Жаліло, Д.С. Покришка, Я.В. Белінська [та ін.]. – К. : НІСД, 2010. – 96 с.
59. Економічна теорія: вступ, макроекономіка, мікроекономіка : навч. посібник / за ред. О. Ватаманюка. – 2-е вид., випр. і доп. – Львів : Ітелект-Захід, 2011. – 656 с.

60. Економічна теорія: макро- та мікроекономіка: навч. посіб. / за ред. З. Ватаманюка та С. Панчишина. – К. : Альтернативи, 2003. – 608 с.
61. Жуковский В. Реализуемая Банком России денежно-кредитная политика душит отечественную экономику 01.11.2012 [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://forum-msk.org/>
62. Заява Кабінету Міністрів України і Національного банку України про курсову політику у 2000 році від 21.02.2000 р. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/n0001120-00>.
63. Звіт про розроблення комунікаційної політики поширення статистичної інформації та публікацій Національного банку України. [Електронний ресурс] – Режим доступу: http://net.cbie.ca/projects/CBIE-PRISM/209.217.97.140/prism/download/NBU%20Communication%20Closing%20Report%20-%20SUMMARY_UKR.pdf.
64. Зіденберг А. Взаємодія між грошовою політикою та політикою реформ в Україні / А. Зіденберг, Ф. Мьоллерс // Україна на роздоріжжі: уроки з міжнародного досвіду економічних реформ / А. Зіденберг і Л. Хоффманн (ред.). – К. : Фенікс, 1998. – С. 54–80.
65. Злупко С. Історія економічної теорії : підручник / С. Злупко ; ЛНУ ім. І. Франка. – 2-е вид., випр. і доп. – К. : Знання, 2005. – 719 с.
66. Інфляція та фінансові механізми її регулювання / за ред. А. Даниленка. – К. : Ін-т екон. та прогнозув., 2007. – 400 с.
67. Історія економічних учень : навч. посіб. [Електронний ресурс] / П.І.Юхименко, П.М. Леоненко – К. : Знання-Прес, 2005. – 583 с. – Режим доступу : <http://www.info-library.com.ua/books-book-74.html>
68. Історія економічних учень : підручник / за ред. В.Д. Базилевича. – К. : Знання, 2004. – 1300 с.
69. Історія народного господарства та економічної думки України (збірка наукових праць) частина 2 Збірник праць [Електронний ресурс] / Київ, 2009. – 300 с. – Режим доступу : <http://www.info-library.com.ua/books-book-200.html>

70. Квартальні передбачення. – К. : Міжнародний центр перспективних досліджень. – 1997. – Груд. – 112 с.
71. Квартальні передбачення. – К. : Міжнародний центр перспективних досліджень. – 2001. – Січ. – 110 с.
72. Квартальні передбачення. – К. : Міжнародний центр перспективних досліджень. – 2002. – Січ. – 80 с.
73. Квартальні передбачення. – К. : Міжнародний центр перспективних досліджень. – 2003. – Перший квартал. – 77 с.
74. Квартальні передбачення. – К. : Міжнародний центр перспективних досліджень. – 2004. – Перший квартал. – 96 с.
75. Квартальні передбачення. – К. : Міжнародний центр перспективних досліджень. – 2005. – Перший квартал. – 79 с.
76. Квартальні передбачення. – К. : Міжнародний центр перспективних досліджень. – 2006. – Перший квартал. – 69 с.
77. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. [Електронний ресурс] – Режим доступу: <http://www.rulit.net/books/obshchaya-teoriya-zanyatosti-procenta-i-deneg-read-38983-1.html>
78. Козюк В. Щодо питання про зв'язок між інфляцією та незалежністю центральних банків у країнах колишнього СРСР / В. Козюк // Вісник НБУ. – 2003. – № 7. – С. 19–24.
79. Козюк В.В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституціональні проблеми / В.В. Козюк. – Тернопіль : Астон, 2005. – 320 с.
80. Козюк В.В. Доларизація економіки : виклики монетарній політиці та фінансовій стабільності: монографія / В.В. Козюк, Н.І. Атамась. – Тернопіль : Астон, 2012. – 276 с.
81. Конституція України: Закон від 28.06.1996 № 254к/96-ВР [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80>

82. Консультації щодо зміцнення ролі НБУ в забезпеченні цінової стабільності. Зелена книга, Національний банк України, проект від 07.03.2008 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/Publication/econom.htm>
83. Копич Р. Нестандартна реакція виборців у країнах Балтії на програми фіскальної консолідації / Р. Копич // Вісник комерційної академії. Серія Економічна. – 2013. – Вип. 41. – С. 24–34.
84. Корищенко К. Н. Денежная трансмиссия в России / К. Н. Корищенко // Экономические науки. – № 3(16). – 2006. – С. 7–19.
85. Корнєєв В. Монетарний інструментарій посткризового відновлення: нові стимули центробанків / В. Корнєєв // Вісник НБУ. – 2011. – № 4. – С. 30–33.
86. Корнійчук Л.Я. Історія економічних учень : навч. посіб. [Електронний ресурс] / Л.Я. Корнійчук, Н.О. Татаренко, А.М. Поручник. – К. : КНЕУ, 1999. – 562 с.– Режим доступу : <http://www.info-library.com.ua/books-book-128.html>
87. Кравченко І. Криза та регулювання фінансової системи: уроки і перспективи / І. Кравченко, Г. Багратян // Вісник НБУ. – 2009. – № 1. – С. 19–23.
88. Лисенко Р. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Стаття 2. Аналіз дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики / Р. Лисенко, С. Ніколайчук, А. Сомик // Вісник НБУ. – 2007. – № 11. – С. 18–24.
89. Макконнелл К.Р. Аналітична економія: принципи, проблеми і політика : пер. з англ. : у 2 ч. / К.Р. Макконнелл, С.Л. Брю. – Львів : Просвіта, 1997. – Ч.1. : Макроекономіка. – 671 с.
90. Малий І. Інституційні чинники становлення монетарної політики в Україні [Електронний ресурс] / І. Малий, М. Хмелевський, І. Юрченко. – Режим доступу : <http://dspace.uabs.edu.ua/jspui/handle/123456789/1891>.
91. Манків Н.Г. Макроекономіка : пер. з англ. / Н.Г. Манків. – К. : Основи, 2000. – 588 с.

92. МВФ рекомендував нам провести девальвацію. Але ми відмовилися. [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.eurointegration.com.ua/interview/2014/09/24/7026248/>
93. Миллер Р.Л. Современные деньги и банковское дело : пер. с англ. / Р.Л. Миллер, Д.Д. Ван-Хуз. – М. : ИНФРА-М, 2000. – 856 с.
94. Милль Дж.С. Основы политической экономии / Дж.С. Милль ; [пер. с англ. А.А. Калинина, В.Т. Стоплер ; под. ред. А.Г. Милейковского]. Т. 1. – М. : Прогресс, 1980. – 496 с.
95. Мишкін Ф.С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Ф.С. Мишкін ; пер. з англ. С. Панчишин, А. Стасишин, Г. Стеблій. – К. : Основи, 1998. – 963 с.
96. Міщенко В. Ліквідність банківської системи України: сучасний стан, чинники та напрями підвищення ефективності регулювання. Стаття 3 / В. Міщенко, А. Сомик // Вісник НБУ. – 2009. – № 1. – С. 34–41.
97. Міщенко В. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в умовах кризи / В. Міщенко, А. Сомик, Р. Лисенко. – К. : Центр наук. досліджень НБУ, УБС НБУ, 2010. – 96 с.
98. Міщенко В. Шляхи подолання фінансово-економічної кризи в Україні / В. Міщенко // Вісник НБУ. – 2009. – № 2. – С. 3–7.
99. Міщенко В.І. Взаємодія органів державного управління як фактор подолання фінансової кризи / В.І. Міщенко, Р.С. Лисенко // Фінанси України. – 2009. – № 1. – С. 50–57.
100. Моисеев С. Открытость и транспарентность денежно-кредитной политики / С. Моисеев // Банковское дело. – 2001. – № 5. – С. 2–6.
101. Моисеев С. Политэкономия финансовой репрессии / С. Моисеев // Вопросы экономики. – 2002. – № 12. – С. 36–50.
102. Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика : учеб. пособие / С.Р. Моисеев. – М. : Моск. фин.-пром. академия, 2011. – 784 с.

103. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / за ред. В. С. Стельмаха. – К. : Центр наук. досліджень НБУ, УБС НБУ, 2009. – 404 с.
104. Монетарний огляд за 2007 рік [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
105. Монетарний огляд за 2008 рік [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
106. Монетарний огляд за 2009 рік [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
107. Монетарний огляд за 2010 рік [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
108. Монетарний огляд за 2011 рік [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
109. Монетарний огляд за 2012 рік [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
110. Монетарний огляд за 2013 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
111. Монетарний огляд за січень–вересень 2014 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
112. Монетарний трансмісійний механізм в Україні : наук.-аналіт. матеріали/ В.І. Міщенко, О.І. Петрик, А.В. Сомик, Р.С. Лисенко та ін. – К. : Національний банк України. Центр наукових досліджень, 2008. – Вип. 9 – 144 с.
113. Нагорний О.В. Економічні цикли в теорії мультиплікатора-акселератора [Електронний ресурс] / О.В. Нагорний, А.В. Шевченко // Проблеми підвищення ефективності інфраструктури : збірник наукових праць. – 2011. – Вип. 31. – Режим доступу : http://www.nbu.gov.ua/portal/soc_gum/ppei/2011_31/Nagorn.pdf
114. Нацбанк перейшов до гнучкого валютного курсу [Електронний ресурс] / УНІАН, 07.02.2014 р. – Режим доступу :

<http://economics.unian.ua/finance/881753-natsbank-pereyshov-do-gnuchkogo-valyutnogo-kursu.html>.

115. Національний банк і грошово-кредитна політика. Ч. 1 [Електронний ресурс] / А.М. Мороз, М.Ф. Пуховкіна. – Режим доступу: <http://ukrkniga.org.ua/ukrkniga-text/18/>

116. Основні засади грошово-кредитної політики на 2009 рік [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.

117. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.

118. Офіційний сайт Федеральної резервної системи США [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.federalreserve.gov>

119. Панчишин С.М. Монетарна політика в Україні в умовах переходу до ринку / С.М. Панчишин, Н.О. Тушницький // Економіка України: десять років реформ. – Львів : ЛНУ ім. Івана Франка, 2001. – С. 379–406.

120. Панчишин С.М. Особливості інфляційного процесу в перехідних економіках та приборкання гіперінфляції в Україні / С.М. Панчишин, В.Б. Буняк // Економіка України: десять років реформ. – Львів : ЛНУ ім. Івана Франка, 2001. – С. 283–322.

121. Панчишин С. Макроекономіка : навч. посібник / С. Панчишин. – Вид. 2-ге, стереотипне. – К. : Либідь, 2002. – 616 с.

122. Петрик О. Історія монетарного розвитку в Україні / О. Петрик // Вісник НБУ. – 2007. – № 1 – С. 2–31.

123. Петрик О. Фінансова криза в Україні та заходи щодо її подолання / О. Петрик // Вісник НБУ. – 2009. – № 8. – С. 4–10.

124. Петрик О. Цілі та основні режими сучасної монетарної політики / О. Петрик // Вісник НБУ. – 2006. – № 6 – С. 6–13.

125. Положення про процентну політику Національного банку України : постанова Правління Національного банку України від 18.08.2004 р. № 389. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/z1092-04>

126. Положення про регулювання Національним банком України ліквідності банків України : постанова Правління Національного банку України від 30.04.2009 р. № 259. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/z0410-09>
127. Положення про рефінансування та надання Національним банком України кредитів банкам України з метою стимулювання кредитування економіки України на період виходу її на докризові параметри : постанова Правління НБУ від 04.02.2010 р. № 47. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/z0146-10>
128. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо діяльності Національного банку України : Закон України від 09.07.2010 № 2478-VI. [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2478-17>
129. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо розширення інструментів впливу на грошово-кредитний ринок : Закон України від 06.11.2012 № 5480-VI. [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/5480-17>
130. Про внесення змін до постанови Правління Національного банку України від 06 лютого 2014 року № 49 : постанова Правління Національного банку України від 27.02.2014 № 104. [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=5886553>.
131. Про врегулювання діяльності фінансових установ та проведення валютних операцій : постанова Правління Національного банку України від 28.03.2014 № 172. [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=6561846>.
132. Про врегулювання діяльності фінансових установ та проведення валютних операцій : постанова Правління Національного банку України від 29.04.2014 № 245. [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=7466628>.

133. Про врегулювання ситуації на грошово-кредитному та валютному ринках України : постанова Правління Національного банку України від 01.12.2014 № 758. [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=12450309>.
134. Про встановлення максимальної процентної ставки за залученими коштами на умовах субординованого боргу : постанова Правління Національного банку України від 30.12.2010 р. № 592. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/v_592500-10.
135. Про встановлення процентних ставок за зовнішніми запозиченнями резидентів : постанова Правління Національного банку України від 03.08.2004 р. № 363. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/v0363500-04>.
136. Про деякі питання регулювання грошово-кредитного ринку : постанова Правління НБУ від 29.09.2009 р. № 567. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/v0567500-09>.
137. Про заходи щодо діяльності банків та проведення валютних операцій : постанова Правління Національного банку України від 06.02.2014 № 49. [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=5454032>.
138. Про здійснення нерезидентами операцій з облігаціями внутрішніх державних позик : постанова Кабінету Міністрів від 31.08.96 р. № 1022 [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1022-96-%D0%BF>.
139. Про зміну порядку формування та зберігання обов'язкових резервів : постанова Правління НБУ від 18.12.2014 р. № 820. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/v0820500-14>.
140. Про Національний банк України : Закон України від 20.05.1999 р. № 679-XIV, зі змінами і доповненнями. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/679-14>.

141. Про першочергові заходи щодо запобігання негативним наслідкам фінансової кризи та про внесення змін до деяких законодавчих актів України : Закон України від 31.10.2008 р. № 639- VI. [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/639-17>.
142. Про Статут Національного банку України : постанова Президії Верховної Ради України від 07.10.1991 р. № 1605-ХІІ. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/1605-12>.
143. Про стимулювання кредитування економіки України : постанова Правління НБУ від 03.11.2009 р. № 650. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/v0650500-09>.
144. Пустовійт Р.Ф. Специфіка трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в трансформаційних економіках / Р.Ф. Пустовійт // Фінансовий простір : міжнар. наук.-практ. журнал / Черкаський ін-т банківської справи Ун-ту банківської справи НБУ (м. Київ). – Черкаси, 2011. – № 2 (2). – С. 53–59.
145. Пустовійт Р.Ф. Чинники вдосконалення вітчизняної монетарної політики в умовах внутрішніх та зовнішніх загроз / Р.Ф. Пустовійт // Економіка України. – 2010. – № 8. – С. 63–76.
146. Радіонова І.Ф. Макроекономіка: теорія і політика : підручник / І.Ф. Радіонова. 2004. – 348 с.
147. Радіонова І.Ф. Макроекономіка-2 : навч. посіб. / І.Ф. Радіонова, Т.В. Бурлай, Є.В. Алімпієв. – Кам'янець-Подільський : Аксіома, 2010. – 423 с.
148. Реверчук С. Історія економічних вчень : навч. посіб. / С. Реверчук, І. Полулях Львів : Тріада плюс, 2007. – 352 с.
149. Річний звіт НБУ за 2002 рік. [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
150. Річний звіт НБУ за 2005 рік. [Електронний ресурс] - Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.

151. Романишин В. Центральний банк і грошово-кредитна політика : навч. посіб. / В. Романишин, Ю. Уманців – К. : Атіка, 2005. – 479 с.
152. Савлук М. Український досвід розвитку грошей, фінансової системи та банківської справи : пер. з англ. / М. Савлук // Р. Г. Габбард Гроші, фінансова система та економіка ; наук. ред. пер. М. Савлук, Д. Олесевич. – К. : КНЕУ, 2004. – С. 800–815.
153. Савченко А.Г. Макроекономіка : підручник / А.Г. Савченко – К. : КНЕУ, 2005. – 441 с.
154. Савченко Т. Інфляційне таргетування в Україні: проблеми впровадження та перспективи застосування [Електронний ресурс] / Т. Савченко // Вісник Української академії банківської справи. 2012. – № 1 – Режим доступу : http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/VUABS/2012_1/32_01_01.pdf.
155. Савченко Т. Оцінювання ефективності інструментів валютного регулювання в Україні / Т. Савченко, М. Єпіфанова // Актуальні проблеми економіки. 2011. – № 2 (116). – С. 161–170.
156. Савченко Т. Циклічність економічних процесів та вплив Національного банку України на фази економічних циклів / Т.Савченко // Вісник НБУ. – 2011. – № 6. – С. 38–44.
157. Сапір Ж. Глобальні фінанси в кризі: попередня оцінка кризи й того, як ми в неї потрапили / Ж.Сапір // Економіка і прогнозування. – 2008. – № 4. – С. 7–26.
158. Сэй Ж.-Б. Трактат по политической экономии / Жан-Батист Сэй // Экономические софизмы; Экономические гармонии / Фредерик Бастиа ; [сост., вступ. ст. и коммент. М.К. Бункиной и А. М. Семенова]. – М. : Дело : Акад. нар. хоз-ва при Правительстве Рос. Федерации, 2000.
159. Селіверстов В. Аналіз впливу окремих інструментів монетарної політики на темпи інфляції в Україні / В. Селіверстов // Фінанси України. – 2012. – № 4. – С. 41–49.

160. Семюелсон П.А. Макроекономіка : пер. з англ. / П.А.Семюелсон, В.Д.Нордгауз. – К. : Основи, 1995. – 544 с.
161. Сколотяний Ю. Мінйяли по-великому [Електронний ресурс] / Ю. Сколотяний // Дзеркало тижня. 5.12.2014 р. № 46.– Режим доступу : http://gazeta.dt.ua/macrolevel/minyayli-po-velikomu-_.html
162. Сліпченко Т. Незалежність центрального банку в системі факторів фінансової стабільності / Т. Сліпченко // Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності: збірник наукових праць : у 2-х вип. ПДТУ. – Маріуполь, 2012. – Вип. 1, Т. 2. – С. 284–289.
163. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – М. : Соцэкгиз, 1962. – 684 с.
164. Сомик А. Особливості дії каналу цін активів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в Україні в кризовий період. [Електронний ресурс] – Режим доступу : http://lib.uabs.edu.ua/library/Visnik/Numbers/2_29_2010/29_02_06.pdf.
165. Сомик А. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в умовах кризи: кредитний та процентний канали / А. Сомик // Вісник НБУ. – 2010. – № 10. – С. 24–32.
166. Сомик А. Сучасний стан та напрями стимулювання розвитку банківського інвестиційного кредитування в Україні / А. Сомик, С. Жуйков // Вісник НБУ. – 2010. – № 7. – С. 28–34.
167. Ставицький А. Ефективність монетарного трансмісійного механізму в Україні / А. Ставицький, В. Хом'як // Фінанси України. – 2010. – № 7. – С. 50–57.
168. Степаненко А. Незалежність центрального банку як головний чинник його діяльності / А. Степаненко // Економіка і прогнозування. – 2010. – № 4. – С. 99–109.
169. Таргетирование номинального ВВП в развитых странах: теория или реальная альтернатива? / Центр макроэкономических исследований Сбербанка. – 2013. – 34 с.

170. Тенденції української економіки / Українсько-Європейський консультативний центр з питань законодавства. – Берез. – 1999. – 90 с.
171. Тенденції української економіки / Українсько-Європейський консультативний центр з питань законодавства. – Груд. – 1999. – 115 с.
172. Тимків С.М. Антикризові заходи центробанків Росії та Польщі у боротьбі з наслідками світової фінансово-економічної кризи / С.М. Тимків // Актуальні проблеми функціонування господарської системи України : матеріали XXI Міжнар. студ.-асп. наук. конф. (Львів, 16–17 травня 2014 р.). – Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2014. – С. 258–259.
173. Тимків С.М. Вплив монетарних інструментів центрального банку на реальний сектор в Україні у 1992–2008 рр. / С.М. Тимків // Формування ринкової економіки в Україні : зб. наук. праць. – Львів : ЛНУ ім. І. Франка, 2013. – Вип. 29 (Ч. 2). – С. 233–239.
174. Тимків С.М. Вплив монетарної політики на інфляційні процеси в Україні / С.М. Тимків // Шляхи стабілізації економічного стану в країнах СНД : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. (Одеса, 6–7 вересня 2013 р.). – Одеса : ЦЕДР, 2013. – С. 11–12.
175. Тимків С.М. Законодавчі аспекти використання монетарних інструментів НБУ / С.М. Тимків // Розвиток економіки України в умовах активізації євроінтеграційних процесів : матеріали Міжнар. студ.-асп. наук. конф. (Львів, 27–28 квітня 2012 р.). – Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2012. – С. 329–330.
176. Тимків С.М. Інституційні чинники підвищення ефективності монетарної політики / С.М. Тимків // Забезпечення економічної безпеки країн за умов фінансової нестабільності : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. Ч.1. (Київ, 17–18 січня 2014 р.). – К. : Аналітичний центр “Нова Економіка”, 2014. – С. 27–29.
177. Тимків С.М. Монетарний інструментарій Національного банку України / С.М. Тимків // Формування ринкової економіки в Україні : зб. наук. праць. – Львів : ЛНУ ім. І. Франка, 2012. – Вип. 26 (Ч. 2). – С. 250–253.

178. Тимків С.М. Особливості монетарної політики в Україні у 1992–1994 роках / С.М. Тимків // Фінансово-економічні проблеми сучасного світу: шляхи і перспективи їх вирішення на мікро-, макро- та мегарівнях : матеріали ІІ Всеукр. наук.-практ. конф. студ., асп. і молодих вчених (Кременчук, 22 лютого 2013 р.). – Кременчук : ПП Щербатих, 2013.– С. 190–191.
179. Тимків С.М. Роль монетарних інструментів НБУ у досягненні монетарної рівноваги в Україні / С.М. Тимків // Вісник Дніпропетровського університету. Серія: Економіка. – Дніпропетровськ : ДНУ імені Олеся Гончара, 2013. – Вип. №7(3). – С. 67–73.
180. Тимків С.М. Сучасні підходи до розуміння причин економічних коливань / С.М. Тимків // Вісник Львівського університету. Серія економічна. – Львів : ЛНУ ім. І. Франка, 2012. – Вип. 48. – С. 500–505.
181. Транспарентность денежно-кредитной политики и повышение требований к раскрытию информации Банком России: аналитический отчет. – М. : Центр экон. исследований Моск. фин.-пром. академии, 2008. – 29 с.
182. Трунин П.В. Анализ независимости центральных банков РФ, стран СНГ и Восточной Европы / П.В. Трунин, Д.А. Князев, А.М. Сатдаров. – М. : ИЭПП, 2010. – 76 с.
183. Туган-Барановский М. Бумажные деньги и металл / М. Туган-Барановский. – Одесса : Русская Культура, 1919. – 133 с.
184. Тымкив С.М. Взаимодействие монетарной и валютной политики в процессе стабилизации экономики Украины / С.М. Тымкив // Актуальные вопросы современной науки. – Новосибирск : Изд-во ЦРНС, 2013. – Вып. 30 (Ч. 2). – С.186–195.
185. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку : у 3 т. / за ред. чл.-кор. НАН України А.І. Даниленка. – Т. 1. – К. : Фенікс, 2008. – 468 с.
186. Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку : У 3 т. / за ред. чл.-кор. НАН України А.І. Даниленка. – Т. 2. – К. : Фенікс, 2008. – 442 с.
187. Формування вартості кредитів у країнах з перехідною економікою та вплив на неї облікової ставки: інформаційно-аналітичні матеріали / за ред.

- О.І. Кіреєва і М.М. Шаповалової. – К. : Центр наук. досліджень НБУ, 2004. – 86 с.
188. Формування монетарної економіки і монетарної політики Національного банку України в контексті розвитку світової економічної теорії: монографія / [Т.С. Смовженко та ін.] ; за наук. ред. Т.С. Смовженко, Г.Я. Стеблій. – К. : УБС НБУ, 2010. – 271 с.
189. Фридмен М. Основы монетаризма / М. Фридмен ; под науч. ред. Д.А. Козлова. – М. : Теис, 2002. – 175 с.
190. Хансен Э. Экономические циклы и национальный доход [Електронний ресурс] / под ред. Э. Хансен, М : Финансовая Академия, 2008 – 466 с. – Режим доступу: http://www.uamconsult.com/book_781.html
191. Хомутенко Л. Польща в умовах світової фінансової кризи: успішне протистояння / Л.І. Хомутенко // Міжнародна банківська конкуренція: теорія і практика : зб. тез доп. VI Міжнар. наук.-практ. конф. (26–27 травня 2011 р.) : у 2 т. / Держ. вищий навч. заклад “Українська академія банківської справи Національного банку України”. – Суми, 2011. – Т. 2. – С. 93–95.
192. Худокормов А.Г. История Экономических учений / А.Г. Худоркомов. – М. : Инфра-М., 2002. – 733 с.
193. Центральний банк та грошово-кредитна політика : підручник / [А.М. Мороз, М.Ф. Пуховкіна, М.І. Савлук та ін.]. – К. : КНЕУ, 2005. – 556 с.
194. Шевченко О.О. Історія економіки та економічної думки: сучасні економічні теорії : навч. посіб. / О.О. Шевченко. – К. : Центр учб. л-ри, 2012. – 280 с.
195. Шевчук В. Інфляційний “перегрів” української економіки в 2003–2004 роках: причини та наслідки / В. Шевчук // Економіст. – 2005. – № 11. – С. 33–37.
196. Шевчук В. Платіжний баланс і макроекономічна рівновага в трансформаційних економіках: досвід України : монографія / В. Шевчук. – Львів : Каменяр, 2001. – 495 с.

197. Шевчук В.О. Логіка політичного циклу та рівновага платіжного балансу: український контекст / В.О. Шевчук // Вісник комерційної академії. Серія Економічна. – 2013. – Вип. 41. – С. 4–23.
198. Шкодiна I.В. Вплив політики кількісного пом'якшення США на фінансовий ринок України [Електронний ресурс] / I.В. Шкодiна.– Режим доступу : http://www.rusnauka.com/27_NII_2013/Economics/1_146328.doc.htm
199. Alesina A. Central Bank Independence and macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence / A. Alesina, L. Summers // Journal of Money, Credit and Banking. – 1993. – Vol. 25, №2. – P. 151–162.
200. Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2013. [Електронний ресурс] – Режим доступу : <https://www.imf.org/external/pubs/nft/2013/areaers/ar2013.pdf>.
201. Aslund A. How Latvia Came Through the Financial Crisis / A. Aslund, V. Dombrovskis. – Washington : Peterson Institute, 2011. – 140 p.
202. Bernanke B. Speech at Jackson-Hole [Електронний ресурс] / B.Bernanke. – Режим доступу : <http://www.marketwatch.com/story/text-of-bernanke-speech-at-jackson-hole-2012-08-31>.
203. Bernanke B. Wields New Tools to Reduce Unemployment Rate [Електронний ресурс] / B.Bernanke. – Режим доступу : <http://www.bloomberg.com/news/2012-12-13/bernanke-wields-new-tools-to-reduce-unemployment-rate.html>.
204. Blanchard O. Rethinking Macroeconomic Policy [Електронний ресурс] / O.Blanchard, G.Dell'Ariccia, P.Mauro. – 2010. – 18 p. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf>.
205. Blanchard O. Rethinking Macroeconomic Policy II: Getting Granular [Електронний ресурс] / O.Blanchard, G.Dell'Ariccia, P.Mauro. – 2013. – 25 p. – Режим доступу : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1303.pdf>.
206. Communication [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://www.ecb.int/mopo/strategy/comm/html/index.en.html>.

207. Crowe C. The Evolution of Central Bank Governance around the World / C.Crowe, E.E.Meade // Journal of Economic Perspectives. – 2007. – Vol.21, №4. – P. 69–90.
208. De Long J. Bradford Introduction to the Symposium on Business Cycles / J. Bradford De Long // Journal of Economic Perspectives. – 1999. – Vol.13, №2. – P. 19–22.
209. Denizer C. The Political Economy of Financial Repression in Transition Economies / C. Denizer, R. Desai, N. Gueorguiev // World Bank Policy Research Working Paper. September 1998. – WP, 2030. – 32 p.
210. Friedman M. The Role of Monetary Policy / M. Friedman // The American Economic Review. – 1968. – Vol. 58, № 1. – P. 1–17.
211. Goodfriend M. How the World Achieved Consensus on Monetary Policy / M.Goodfriend // Journal of Economic Perspectives. – 2007. – Vol. 21, № 4. – P. 47–68.
212. Hall R.E. Nominal Income Targeting [Электронный ресурс] / Hall R.E., N. G. Mankiw // Monetary Policy. – Chicago : University of Chicago Press, 1994 – P.71–93.– Режим доступа : <http://www.nber.org/chapters/c8329.pdf>.
213. McCallum B. Nominal GDP Targeting [Электронный ресурс] – Режим доступа : <http://shadowfed.org/wp-content/uploads/2011/10/McCallum-SOMCOct2011.pdf>.
214. Mishkin F.S. Is Monetary Policy Effective During Financial Crises? [Электронный ресурс] / F.S. Myshkin // 2009. – 15 p. – Режим доступа: <http://www.nber.org/papers/w14678>.
215. Mishkin F.S. Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis [Электронный ресурс] / F.S. Myshkin // 2011. – 62 p. – Режим доступа : <http://www.nber.org/papers/w16755>.
216. Press Release : April 30, 2014. [Электронный ресурс] – Режим доступа : <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140430a.htm>
217. Press Release: March 19, 2014. [Электронный ресурс] – Режим доступа : <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140319a.htm>.

218. Woodford M. Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound [Электронный ресурс] / M.Woodford. – 2012. – 96 p. – Режим доступа : <http://www.columbia.edu/~mw2230/JHole2012final.pdf>.
219. Woodford M. The Case for Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy / M.Woodford // Journal of Economic Perspectives. – 2007. – Vol.21. – № 4. – P. 3–24.
220. Zarnowitz V. Theory and History Behind Business Cycles: Are the 1990s the Onset of a Golden Age? / V. Zarnowitz // Journal of Economic Perspectives. – 1999. – Vol.13. – №2. – P. 69–90.

ДОДАТКИ

Нормативи обов'язкового резервування

Період дії	Нормативи обов'язкового резервування для формування банками обов'язкових резервів, %					
	за короткостроковими депозитами нефінансових корпорацій у національній валюті	за короткостроковими депозитами домашніх господарств у національній валюті	за короткостроковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств в іноземній валюті	за довгостроковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств в іноземній валюті	за коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств	
					у національній валюті	в іноземній валюті
20.11.2003 – 30.09.2004	6	2	10	8	8	12
	за строковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств		за коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств		за коштами, залученими іншими депозитними корпораціями від інших депозитних корпорацій-нерезидентів та інших фінансових корпорацій-нерезидентів	
	у національній валюті	в іноземній валюті	у національній валюті	в іноземній валюті		
01.10.2004 – 24.12.2004	7	7	8	8	-	
25.12.2004 – 31.08.2005	6	6	7	7	-	
01.09.2005 – 09.05.2006	6	6	8	8	-	
10.05.2006 – 31.07.2006	4	4	6	6	-	
01.08.2006 – 30.09.2006	2	3	3	5	-	
01.10.2006 – 04.12.2008	0,5	4	1	5	-	
05.12.2008 – 04.01.2009	0	3	0	5	-	
05.01.2009 – 31.01.2009	0	4	0	7	-	
01.02.2009 – 30.06.2011	0	4	0	7	2	

	за строковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств			за коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств		за коштами, залученими іншими депозитними корпораціями від інших депозитних корпорацій- нерезидентів та інших фінансових корпорацій- нерезидентів			
	у національній валюті	в іноземній валюті		у національній валюті	в іноземній валюті	у націо- нальній валюті	в іноземній валюті (крім російських рублів)	у росій- ських рублях	
		коротко- строкові	довго- строкові						
01.07.2011-29.11.2011	0	6	2	0	8	0	2	-	
30.11.2011-30.03.2012	0	7,5	2	0	8	0	2	-	
31.03.2012-29.06.2012	0	8	2	0	8,5	0	2	0	
30.06.2012-30.06.2013	0	9	3	0	10	0	3	0	
	за строковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств			за коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств		за коштами, залученими іншими депозитними корпораціями від інших депозитних корпорацій- нерезидентів та інших фінансових корпорацій- нерезидентів			
	у національній валюті	в іноземній валюті		у національній валюті	в іноземній валюті		у націо- нальній валюті	в іноземній валюті (крім російських рублів)	у росій- ських рублях
		коротко- строкові	довго- строкові		Нефінан- сові корпорації	Домашні господар- ства			
01.07.2013-29.09.2013	0	10	5	0	10	15	0	5	0
30.09.2013-18.08.2014	0	10	7	0	10	15	0	5	0
19.08.2014-30.12.2014	0	10	7	0	10	15	0	5	5
	кошти вкладів (депозитів) юридичних і фізичних осіб у національній та іноземній валютах на вимогу і кошти на поточних рахунках					строкові кошти і вклади (депозити) юридичних і фізичних осіб у національній та іноземній валютах			
з 31.12.2014	6,5					3,0			

Джерело: www.bank.gov.ua

Порівняння інституційного забезпечення ФРС та НБУ

	ФРС	НБУ
Ціль монетарної політики	Досягнення максимальної зайнятості, забезпечення стабільності цін та помірність довгострокових процентних ставок.	Досягнення та підтримка цінової стабільності в державі.
Гласність з питань банківської діяльності	<p>Двічі на рік публікує Звіт про монетарну політику (<i>Monetary Policy Report</i>), що містить обговорення щодо проведення грошово-кредитної політики, економічного розвитку і перспектив на майбутнє.</p> <p>Для зміцнення прозорості щодо платіжного балансу, фінансової інформації та монетарних інструментів публікує Квартальний звіт про платіжний баланс ФРС (<i>Quarterly Report on Federal Reserve Balance Sheet Developments</i>).</p> <p>Публікує 8 разів на рік підсумковий звіт коментарів щодо поточних економічних умов по регіональних Резервних банках, або так звану Бежеву книгу (<i>Beige Book</i>).</p> <p>На офіційній інтернет-сторінці регулярно публікує прес-релізи стосовно монетарної політики.</p>	<p>Публікує щорічний та квартальні баланси Національного банку.</p> <p>Видає щомісячний статистичний бюлетень та журнал "Вісник Національного банку України".</p> <p>Публікує в офіційних виданнях поточну банківську інформацію, інформацію з питань грошово-кредитної та банківської статистики, яка не належить до державної та банківської таємниці.</p> <p>Надає для опублікування інформацію з питань грошово-кредитної і банківської статистики та статистики платіжного балансу відповідно до міжнародних договорів.</p> <p>Забезпечує щомісячне інформування громадськості про рішення Правління Національного банку стосовно процентних ставок та умов проведення трансакцій з банками та про факти, які є важливими для осіб, що функціонують на фінансовому ринку, а також про здійснювану ним політику рефінансування, валютну політику, в тому числі публікує інформацію про:</p> <ul style="list-style-type: none"> надані банкам кредити (на строк більше 30 календарних днів) з обов'язковим зазначенням суми кредиту, типу наданого забезпечення та дати відповідного рішення Національного банку; здійснення валютних інтервенцій з обов'язковим зазначенням виду операції (купівля/продаж іноземної валюти), обсягу операції, виду валюти та курсу валютної інтервенції.

Незалежність	<p>З точки зору управління, ФРС є незалежним органом в уряді США. Як національний центральний банк, ФРС отримує повноваження від Конгресу США. Незалежність у роботі забезпечується тим, що прийняті рішення щодо монетарної політики не повинні бути схвалені президентом США або будь-ким іншим з виконавчої або законодавчої гілки влади, ФРС не отримує фінансування від Конгресу, термін повноважень членів Ради керуючих ФРС охоплює кілька термінів президентських повноважень і членів Конгресу. Водночас ФРС підконтрольна Конгресу, який часто аналізує діяльність ФРС і може змінити обов'язки ФРС законодавчим чином.</p>	<p>Не допускається втручання органів державної влади та інших державних органів чи їх посадових та службових осіб, будь-яких юридичних чи фізичних осіб у виконання функцій і повноважень Національного банку, Ради Національного банку, Правління Національного банку чи службовців Національного банку інакше, як в межах, визначених Конституцією України та Законом України «Про Національний банк України».</p> <p>Голова Національного банку призначається на посаду Верховною Радою України за поданням Президента України строком на сім років.</p> <p>Національний банк є економічно самостійним органом, який здійснює видатки за рахунок власних доходів у межах затвердженого кошторису.</p> <p>Національний банк підзвітний Президенту України та Верховній Раді України в межах їх конституційних повноважень.</p>
--------------	---	--

Складено автором на основі <http://www.federalreserve.gov> та www.bank.gov.ua



МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ імені ІВАНА ФРАНКА

вул. Університетська, 1, м. Львів, 79000, тел./факс (032)2616048, тел. 2603402
E-mail: franko.lviv.ua Код ЗКПО 02070987
Управління держказначейства у Львівській області. МФО 825014, р.р. 35221203001061
№ свідоцтва 17701483, ін. под. № 020709813029
Валютний рахунок № 26007006042 в Укресімбанку м. Львова МФО 325718

26.02.2015 N 788-Н На N _____ від _____

ДОВІДКА № _____

Видана **Тимків Софії Михайлівні** про те, що результати її дисертаційного дослідження на тему «Монетарні інструменти стабілізаційної політики в Україні» використовуються у навчальному процесі Львівського національного університету імені Івана Франка, зокрема при викладанні дисциплін «Економічна історія та історія економічної думки», «Макроекономіка», «Макроекономіка-2», «Макроекономічна політика» для студентів економічного факультету.

Довідка видана для подання за місцем захисту дисертації.

Проректор з наукової роботи,
член-кор. НАН України, проф.



Р.Є. Гладішевський