

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ, МОЛОДІ ТА СПОРТУ УКРАЇНИ
ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ

На правах рукопису

СЛІПЧЕНКО
Тетяна Олександрівна

УДК 330.101: 338.22

**МЕХАНІЗМ МОНЕТАРНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ЗА УМОВ
ТРАНЗИТИВНОЇ ЕКОНОМІКИ**

08.00.01. – Економічна теорія та історія економічної думки

Дисертація на здобуття наукового ступеня

кандидата економічних наук

Даний примірник ідентичний
іншим примірникам, що надійшли
до спеціалізованої вченої ради
Д 26.176.01

Науковий керівник
Козюк Віктор Валерійович
доктор економічних наук,
професор

д.т.н.

Васильєв О.А.

Тернопіль - 2011

ЗМІСТ		стор.
ВСТУП		3
РОЗДІЛ 1. Теоретико-методологічні основи дослідження механізму монетарного регулювання.		13
1.1. Гносеологічні засади побудови механізму монетарного регулювання. . . .		13
1.2. Монетарна трансмісія в сучасних макротеоріях.....		45
1.3. Теоретичний аналіз монетарних режимів та критерії його вибору		71
Висновки до першого розділу		94
РОЗДІЛ 2. Функціонування механізму монетарного регулювання в транзитивних та ринкових економічних системах		96
2.1. Закономірності трансформації механізму монетарного регулювання в розвинутих країнах.....		96
2.2. Еволюція механізму монетарного регулювання в процесі ринкової трансформації.....		118
2.3 Аналіз ефективності монетарного регулювання за допомогою VAR – моделі монетарної трансмісії.....		141
Висновки до другого розділу		155
РОЗДІЛ 3 Напрями вдосконалення функціонування механізму монетарного регулювання економіки України		158
3.1. Оптимізація механізму монетарного регулювання економіки України . . .		158
3.2. Особливості впливу інтеграційних процесів на функціонування вітчизняного механізму монетарного регулювання економіки.....		176
Висновки до третього розділу.....		189
ВИСНОВКИ		191
ДОДАТКИ		
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ		194

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. У сучасних умовах розвитку ринкової економіки в Україні помітно зростає значення наукового обґрунтування ефективної монетарної політики, зорієнтованої на створення монетарних умов для сталого економічного зростання. В процесі розвитку ринкових інститутів виключної актуальності набуває проблема визначення ефективних методів регулювання економіки. Причиною розвитку наукових досліджень у монетарній сфері є необхідність аналізу основних напрямків впливу центрального банку на макроекономічні змінні. Пошук нових підходів та запровадження ефективних інструментів для реалізації монетарної політики на сьогоденному етапі розвитку вітчизняної економіки є ключовим завданням макроекономічного регулювання в Україні.

Світова практика нагромадила значний досвід реалізації монетарної політики, тому в умовах інтеграції України у світове співтовариство, зокрема у Європейський Союз, важливим є його врахування при розробці ефективного монетарного регулювання. Як свідчить досвід нових членів ЄС, ті з них, які послідовно впроваджували сучасні моделі монетарного регулювання, досягли значних результатів у стабілізації економіки та високих темпів економічного розвитку. Прикметною закономірністю розвитку сучасного монетарного менеджменту є поширення режиму таргетування інфляції. Запровадження даного режиму в малих відкритих країнах з ринками, що виникають, і досі залишається теоретично дискусійним, хоча саме із ним пов'язуються радикальні успіхи у сфері фундаментальних макроекономічних процесів.

Варто зазначити, що цілісної системи грошово-кредитного регулювання економіки, зорієнтованої на створення монетарних передумов для забезпечення цінової та макрофінансової стабільності, в Україні не створено; не має належної довіри суб'єктів господарювання до монетарної політики Національного банку; повноцінно не функціонує монетарний трансмісійний механізм, вразливість до зовнішніх шоків підвищується. Режим фіксованого валютного курсу вже декілька

років поспіль не виконує місію номінального якоря інфляції і продемонстрував неспроможність послаблення шоків коливань глобальної ліквідності.

Ступінь дослідження проблеми. Фундаментальні теоретичні основи дослідження системи і механізму монетарного регулювання економіки закладені у працях Дж. Кейнса, Дж. Гікса, А. Гансена, Р. Гаррода, Ф. Модільяні, Дж. Міда, Л. Метцлера, М. Фрідмена, Я. Тінбергена, Р. Лукаса, Е. Прескотта, Р. Барро. Серед сучасних економістів питання монетарного регулювання та проблем здійснення грошової політики займає значне місце у працях Д. Апл'ярда, І. Барренса, О. Бланшара, М. Бордо, А. Бліндера, М. Вудфорда, Дж. Галі, М. Гудфренда, Р. Кейвза, Р. Кінга, Р. Кларіда, Д. Коландера, Б. Маккалума, Г. Манківа, М. Обстфельда, М. Паркіна, К. Рогоффа, Д. Ромера, Л. Свенсона, Дж. Френкеля, А. Шварц.

Різні аспекти монетарного регулювання та грошової політики у період трансформації у постсоціалістичних країнах висвітлено у працях зарубіжних вчених - Л. Бальцеровича, Ч. Виплоша, Є. Гайдара, А. Гелба, М. Гроницького, М. Дамбровські, М. Де Мело, С. Денізера, С. Дробишевського, Г. Калво, Г. Колодко, Я. Корнаї, А. Ослунда, Дж. Сакса, С. Фішера, Я. Цвейнара.

Проте, далеко не весь потенціал знань нагромаджений зарубіжними вченими в галузі вивчення грошово-кредитних відносин, може бути беззастережно використаний в умовах трансформаційних перетворень економіки України. У зв'язку з цим значна увага з боку вітчизняних вчених приділяється дослідженню характерних для перехідного періоду закономірностей грошового обігу та його еволюції в умовах глобалізації та євроінтеграції.

У вітчизняній науковій літературі досить ґрунтовно вивчаються проблеми монетарного регулювання, роль монетарних інструментів та доцільність використання певних монетарних режимів в забезпеченні економічного зростання. Вагомий внесок у теорію макрорегулювання та дослідження грошово-кредитних відносин зробили О. Барановський, О. Береславська, І. Радіонова, А. Гальчинський, А. Гриценко, В. Геєць, О. Дзюблук, Б. Кваснюк, В. Козюк, Т. Ковальчук, М. Крупка, В. Лагутін, В. Лисицький, І. Лукінов, І. Лютий, В. Міщенко, І. Михасюк,

О. Мельник, О. Петрик, М. Савлук, А. Чухно, П. Юхименко, П. Леоненко, Ю. Пахомов, В. Плотников, В. Новицький та інші.

Однак, незважаючи на досягнення вказаних вище вчених, питання ефективного функціонування механізму монетарного регулювання в Україні, визначення основних режимів та цілей грошово-кредитної політики, приведення їх у відповідність з вимогами, що пов'язані з просуванням України на шляху до інтеграції в Європейський Союз, потребують більш детального та системного вивчення.

Важливість дослідження проблеми ефективного функціонування механізму монетарного регулювання в Україні, його теоретична і практична значущість, а також недостатнє висвітлення цих питань в науковій літературі обумовили актуальність теми дисертації і логіку викладення її основних положень.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційне дослідження пов'язане з науково-дослідною темою кафедри економічної теорії Тернопільського національного економічного університету «Проблеми економічного зростання» (номер державної реєстрації 0103U000463), особисто автору належить розробка розділу «Грошово-кредитний механізм економічного зростання», та з науково-дослідною темою кафедри економічної теорії Тернопільського національного економічного університету «Економічне зростання в Україні в контексті реалізації стратегії інноваційно-інвестиційного розвитку (номер державної реєстрації 0109U000036), автор приймає участь у розробці розділу «Монетарні механізми прискорення розвитку економіки України».

Мета і завдання дослідження. Метою дослідження є розробка теоретичних положень щодо дослідження суті та структури механізму монетарного регулювання, практичних та методичних рекомендацій щодо формування ефективного механізму монетарного регулювання в Україні, зокрема шляхом обґрунтування підходів до визначення оптимального монетарного режиму.

Досягнення поставленої мети зумовило необхідність вирішення таких завдань:

- виявити гносеологічні засади побудови механізму монетарного регулювання;

- розробити теоретичні підходи до визначення механізму монетарного регулювання на основі структурно-функціонального підходу;
- провести теоретичний аналіз монетарних режимів та розробити підходи до визначення критеріїв їх оптимального вибору;
- обґрунтувати закономірності трансформації механізму монетарного регулювання в розвинутих країнах;
- виявити еволюцію механізму монетарного регулювання в процесі ринкової трансформації;
- проаналізувати закономірності запровадження монетарних режимів регулювання макропроцесів в розвинутих країнах і країнах, що розвиваються, та обґрунтувати вибір оптимального монетарного режиму в Україні за даних макроекономічних умов;
- виділити основні напрями гармонізації вітчизняного механізму монетарного регулювання в умовах сучасних інтеграційних процесів;
- визначити та проаналізувати взаємозв'язок основних макроекономічних параметрів економіки України з метою побудови ефективного механізму монетарного регулювання за допомогою VAR – моделі монетарної трансмісії.

Об'єктом дослідження є макроекономічні процеси функціонування механізму монетарного регулювання в транзитивній економіці.

Предметом дослідження є теоретико-методологічний апарат та прикладні положення з побудови ефективного механізму монетарного регулювання в транзитивних економіках.

Методи дослідження. Теоретико – методологічною основою дисертації слугували фундаментальні положення макроекономічної теорії, зокрема теорії раціональних очікувань, теорії вартості активів, наукові розробки вітчизняних і зарубіжних вчених, спрямовані на вивчення проблеми реалізації монетарної політики в розвинутих країнах і країнах, що розвиваються.

Для досягнення поставленої мети в процесі наукового дослідження використовувались методи: монографічний – для виявлення підходів до всебічного вивчення предмета дослідження (параграф 1.1.); системного аналізу - що дозволило

поєднати здобутки класиків політекономії і сучасних дослідників монетарної теорії з особливостями економічного розвитку національної економіки (параграф 1.1., параграф 1.2. параграф 1.3.); аналогії та порівняння – при вивченні особливостей формування та еволюційного розвитку механізму монетарного регулювання в процесі ринкової трансформації (параграф 2.1., параграф 2.2.); наукової абстракції – для визначення тенденцій і закономірностей використання інфляційного таргетування у сучасних умовах глобалізації (параграф 2.2., параграф 3.2.); структурно-функціонального аналізу – для розробки теоретичних підходів до визначення механізму монетарного регулювання (параграф 1.1.); статистичних порівнянь – для аналізу показників ефективності застосування режиму інфляційного таргетування в різних країнах світу (параграф 2.1., 2.2.); економіко-математичного моделювання – для визначення та аналізу взаємозв'язку між основними макроекономічними параметрами економіки України (параграф 2.3.); діалектичний підхід та структурний аналіз – для розроблення основних напрямків гармонізації механізму монетарного регулювання в Україні в умовах євроінтеграційних процесів (параграф 3.2.) та визначення шляхів оптимізації вітчизняного механізму монетарного регулювання (параграф 3.1.). Опрацьовувались матеріали дослідження з використанням сучасних інформаційних технологій і програм.

Інформаційну базу дослідження становлять дані Національного банку України, Держкомстату України, Міністерства фінансів України, Міністерства економіки України, звітні дані ЄЦБ та центральних банків інших країн, статистичних агенцій окремих країн, МВФ, Світового банку, ЄБРР, нормативно-правові акти і документи України та центральних банків світу, наукові розробки вітчизняних та зарубіжних учених і фахівців.

Наукова новизна одержаних результатів полягає у розробці теоретичного підходу до визначення змісту та структури механізму монетарного регулювання, на основі чого здійснено теоретичні узагальнення та обґрунтування положень щодо основних закономірностей еволюції, функціонування та трансформації даного механізму в контексті створення монетарних передумов для стабільного економічного зростання.

Уперше:

- сформульовано та теоретично обґрунтовано поняття «механізм монетарного регулювання» як способу та функціональної сукупності теоретичних домінант обґрунтування монетарного режиму, системи монетарних трансмісійних процесів та організаційно-економічних заходів, що формують умови і порядок регулювання монетарних процесів центральним банком з метою досягнення цінової та макроекономічної стабільності, як провідних монетарних факторів зростання економіки;
- науково доведено доцільність запровадження інфляційного таргетування в Україні через аналіз побудованої VAR – моделі монетарної трансмісії вітчизняної економіки, в якій досліджено імпульсні функції відгуків та декомпозиції дисперсій основних макроекономічних та монетарних показників України. Визначено, за допомогою побудови імпульсної функції, що істотний вплив на інфляцію в Україні спричиняє початковий інфляційний імпульс, що свідчить про те, що інфляційні очікування є самодостатнім фактором цінової нестабільності.

Удосконалено:

- концептуальні підходи до аналізу монетарних режимів із визначенням цілей монетарної політики, інституційних підвалин, що регулюють дію центрального банку, завдань та монетарних інструментів. Розроблено критеріїв вибору оптимального монетарного режиму та обґрунтування на цій основі базових макроекономічних передумов та необхідності переходу НБУ на режим таргетування інфляції. Такими критеріями вибору оптимального монетарного режиму визначено: рівень розвитку фінансового ринку, ступінь незалежності центрального банку в реалізації монетарної політики, поріг довіри до монетарної влади з боку економічних агентів, рівень інфляційних очікувань, ступінь відкритості економіки та можливості її протистояння впливу глобальної ліквідності;
- напрями оптимізації механізму монетарного регулювання економіки України через поєднання інституційної модернізації НБУ, у формі підвищення його

відповідальності та транспарентності, із зміною режиму монетарної політики, переходом до модернізації механізму монетарної трансмісії на основі перегляду базової макромоделі вітчизняної економіки, що демонструє високу вразливість до інфляційних очікувань, доларизацію та кредитний цикл;

- систему функціональних складових режиму таргетування інфляції, що передбачає розробку підходів до визначення операційної та проміжної цілі, форму комунікації з ринковими агентами, характер відповідальності НБУ за досягнення результатів, а також підходи до обґрунтування необхідності таргетування базової інфляції, порівняно із інфляцією споживчих цін;
- підходи до обґрунтування напрямів трансформації механізму монетарного регулювання економіки України в контексті євроінтеграційних процесів на основі підвищення незалежності НБУ, переходу до розширення діапазону курсових коливань, імплементації політики цінової стабільності.

Дістали подальшого розвитку:

- виявлення закономірностей трансформації механізму монетарного регулювання в розвинутих країнах та країнах з транзитивною економікою, що відображає тенденцію до поступового зближення у формах імплементації монетарної політики та її інституційного забезпечення на основі досягнення цінової стабільності, орієнтації на раціональні очікування при побудові операційного каркасу монетарної політики, плаваючих курсів, а також тенденцію до перегляду критеріїв оцінки ефективності монетарної політики, що спирається на зниження варіації інфляції та темпів економічного зростання та перспективне запобігання перетворенню імперфекцій фінансових ринків у фінансові дисбаланси;
- теоретичне обґрунтування переходу України на режим таргетування інфляції, що передбачає уточнення тактичних та стратегічних орієнтирів монетарної політики відповідно до підвищення значення прогнозів інфляції в структурі монетарних дій НБУ, які повинні передбачати поступовий перехід на перетворення процентного каналу в один з основних в механізмі монетарної трансмісії;

- підходи в дослідженні сутності та визначенні категорії механізму монетарної трансмісії, який виступає сукупністю відносин з приводу передачі змін у використанні інструментарію монетарної політики центрального банку через канали прямої й зворотної дії на фінансову кон'юнктуру і в подальшому - на макроекономічні змінні.

Практичне значення одержаних результатів полягає в тому, що їх рекомендації та конкретні положення можуть використовуватись при оптимізації вітчизняного механізму монетарного регулювання.

Отримані, в ході дисертаційного дослідження, висновки та запропоновані рекомендації можуть бути використанні департаментами Національного банку України, зокрема департаментом монетарної політики, валютного регулювання, економічного аналізу тощо. Результати дослідження апробовані управлінням Національного банку України в Тернопільській області та прийнятті до впровадження відділом економічної роботи управління Національного банку України в Тернопільській області (довідка про практичну цінність та впровадження результатів наукового дослідження № 14- 017/119-1692 від 25.06.2008 р.). Висновки стосовно функціонування монетарної трансмісії в сучасних умовах розвитку грошово-кредитної системи України, конкретні пропозиції щодо пристосування політики управління активами та пасивами до змін в структурі трансмісійного механізму прийнятті до впровадження філією «Відділення ПАТ Промінвестбанк в м. Тернопіль» (довідка про практичну цінність та впровадження результатів наукового дослідження № 3317 від 18.11.2010 р.). Результати наукової роботи використано при написанні рекомендацій і аналітичної записки Восьмої міжнародної наукової конференції «Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз» 22-24 вересня 2003 р. (акт про впровадження № 126-06/1116 від 25.06.2008 р.), Тринадцятої міжнародної наукової конференції «Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: становлення і розвиток українського ринку цінних паперів та його інтеграція до світового» (акт про впровадження № 126 – 06/1625 від 02.10.2008 р.) та Чотирнадцятої міжнародної наукової конференції «Проблеми

економічної інтеграції України в Європейський Союз: формування нового світового економічного порядку» (акт про впровадження № 126 – 06/106 від 20.01.2010 р.).

Розроблені науково-методичні положення дисертації використано у навчальному процесі кафедри економічної теорії Тернопільського національного економічного університету при вивченні курсу «Політична економія» (довідка про впровадження №126 – 33/ 972 від 03.06.2008 р.), курсів «Макроекономіка», «Основи економічної теорії», «Економічна теорія» (довідка про впровадження № 126 – 38/ 97 від 20.01.2011 р.); науково-методичні положення дисертації використано у навчальному процесі кафедри філософії і економічної теорії Тернопільського національного педагогічного університету ім. Володимира Гнатюка при викладанні курсу «Основи економічної теорії» (довідка про впровадження № 533-40/03 від 09.06.2008 р.).

Особистий внесок здобувача. Усі наукові результати, що викладені в дисертації, сформульовані у роботі наукові положення, висновки, рекомендації, належать особисто автору і є його науковим доробком. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, у дисертації використано лише ті ідеї і положення, котрі є результатом особистої роботи автора.

Апробація результатів дисертації. Основні положення і результати виконаних дисертантом досліджень доповідались та обговорювались і отримали схвалення на науково-практичних конференціях: V Міжнародна науково-практична конференція «Динаміка наукових досліджень 2003» (Дніпропетровськ, 2003 р.), наукова конференція професорсько-викладацького складу «Економічні, правові, інформаційні та гуманітарні проблеми розвитку України в постстабілізаційний період» (Тернопіль, 2006 р., Тернопіль, 2008 р.), III Міжнародний форум молодих вчених «Ринкова трансформація економіки постсоціалістичних країн: стан, проблеми, перспективи» (Харків, 2008 р.), VIII Міжнародна наукова конференція «Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: наука, навчання, освіта – економічний та організаційний аспекти» (Лівадія – Ялта – Форос, 2003 р.), Тринадцята Міжнародна наукова конференція «Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: становлення і розвиток українського ринку цінних

паперів та його інтеграція до світового» (Анталія, 2008 р.), Міжнародна науково-практична конференція «Міжнародний бізнес та менеджмент: проблеми та перспективи в умовах глобалізації» (Тернопіль, 2008 р.), Міжнародна науково-практична конференція «Проблеми сталого розвитку: економічне зростання та соціалізація» (Донецьк, 2008 р.), VI Міжнародна науково-практична конференція молодих вчених «Економічний і соціальний розвиток України в XXI столітті: національна ідентичність та тенденції глобалізації» (Тернопіль, 2009 р.), Всеукраїнська науково-практична конференція «Трансформації світової економіки за умов кризового розвитку» (Алушта, 2009 р.), XIV Міжнародна наукова конференція «Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: формування нового світового економічного порядку» (Анталія, 2009 р.), Міжнародна науково-практична конференція «Фінансово-кредитний механізм в соціально-економічному розвитку країни» (Макіївка, 2011 р.).

Публікації. За темою дисертаційного дослідження опубліковано 19 наукових статей і тез у збірниках матеріалів науково-практичних конференцій, з них опубліковано 11 одноосібних статей у фахових наукових виданнях загальним обсягом 6,05 ум. друк. арк., 2 статті у співавторстві у фахових наукових виданнях загальним обсягом 0,75 ум. друк. арк. Загальний обсяг опублікованих праць становить 7 ум. друк. арк. (особисто автору належить 6,25 ум. друк. арк.)

Структура і обсяг дисертації. Дисертація складається із вступу, трьох розділів, висновків до кожного з розділів, загальних висновків та списку використаних джерел, що налічує 267 найменування, поданих на 23 сторінках. Робота містить 216 сторінок комп'ютерного набору тексту. Основний зміст роботи викладено на 193 сторінках. Дисертація містить 21 рисунок на 20 сторінках, 7 таблиць, які розміщені на 7 сторінках та 6 додатків, поданих на 12 сторінках.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ОСНОВИ ДОСЛІДЖЕННЯ МЕХАНІЗМУ МОНЕТАРНОГО РЕГУЛЮВАННЯ

1.1. Гносеологічні засади побудови механізму монетарного регулювання

Дослідження механізму монетарного регулювання вимагає насамперед побудови теоретико-методологічної бази, яка дозволить розробити загальні принципи оптимізації макроекономічних процесів функціонування механізму монетарного регулювання в транзитивній економіці, сформує конкретні умови для підвищення ефективності та уникнення помилкових рішень в реалізації монетарного регулювання економічних процесів.

Теорія грошей – це науковий інструментарій вивчення всього комплексу економічних відносин, що формуються в процесі суспільного відтворення – виробництва, обміну, розподілу і споживання матеріальних та духовних благ. Монетарна теорія слугує основою для пояснення засад грошових відносин, що функціонують в економічній системі. До основних напрямків її дослідження відносимо визначення суті та функцій грошей, вплив монетарної політики на макроекономічні змінні, особливості функціонування монетарної влади.

Монетарні відносини є одним із найважливіших знарядь впливу держави на економічні процеси у розвинутій ринковій економіці, їх використання дає змогу успішно здійснювати фінансову стабілізацію та досягати економічної збалансованості загалом. Варто акцентувати увагу на зростанні ролі грошово-кредитних відносин в перехідний період порівняно з адміністративно-командною системою, а також на їх більшому значенні порівняно з розвинутою ринковою економікою, що пов'язано, зокрема, з більшим впливом держави на регулювання перехідної економіки, в тому числі і грошово-кредитними методами, необхідністю стимулювання за допомогою монетарних важелів розширеного відтворення та підвищення інвестиційної активності підприємств для подолання виробничого спаду.

Зростання значення грошово-кредитних відносин зумовлює потребу їх оптимальної організації та ефективного регулювання, що визначається об'єктивною інтегрованістю грошово-кредитних відносин до складу системи економічних відносин в цілому, а також проблемами економіки перехідного періоду, для якої налагоджений відповідним чином монетарний механізм може слугувати підґрунтям для ефективного ринкового реформування економіки в цілому.

Науковий інтерес до проблем грошового обігу завжди закономірно зростав у періоди змін в економічній системі країни, з появою та масовим поширенням нових видів грошей і форм платіжно-розрахункових відносин. Так, поняття грошей було піддано суттєвому перегляду в середині XIX ст., коли в результаті бурхливого розвитку кредитних відносин значно розширилася сфера банкотно-чекового обігу. Іншим приводом для виникнення дискусій про природу грошового обігу та складових елементів цього економічного феномену став вихід з обігу повноцінних металевих грошей внаслідок відміни золотого стандарту в 30-х роках минулого сторіччя. Сучасна полеміка навколо суті та значення монетарного регулювання також має об'єктивні засади. Після Другої світової війни ускладнилася структура грошових систем, посилювався зв'язок механізму кредитування з процесами емісії та обігу платіжних засобів.

Варто зазначити, що практично всі грошові теорії всебічно і ґрунтовно досліджують грошово-кредитні методи впливу на економіку. Магістральні напрями в розвитку сучасної грошової теорії, які сьогодні визначають особливості монетарної політики, виникли в результаті довгого еволюційного процесу, який розпочався у XVIII ст.

Ш. Л. Монтеск'є, Ж. Боден, Д. Юм як засновники кількісної теорії розпочали свої дослідження з пояснення причин виникнення так званої «революції цін» в європейських країнах у XVI столітті, пояснюючи її надмірним припливом благородних металів з Америки (К. Маркс з позицій трудової теорії вартості таку ситуацію пояснював зниженням вартості золота та срібла в результаті зменшення затрат праці на їх виробництво) [13]. На думку розробників кількісної теорії, встановлення цін на товари і визначення вартості грошей проходить лише в ході

зіткнення маси грошей з масою товарів, в результаті чого рівень цін є прямо пропорційним, а вартість грошей стає обернено пропорційною величиною до вартості товарів. Саме через це збільшення кількості грошей в обігу призводило до зменшення їх купівельної спроможності і в результаті до зростання цін.

Аналізуючи праці представників класичної теорії раннього періоду, приходимо до висновку, що її прихильники, зокрема, Дж. Локк і Д. Юм, стверджували, що рівень цін в країні визначається пропорційно кількістю грошей. Д. Юм також пояснював так званий «постулат однорідності», суть якого полягає в тому, що при подвоєнні кількості грошей в обігу, вдвоє зростає і абсолютний рівень цін, хоча відносні пропорції обміну товарів залишаються при цьому незмінними.[211, с. 97]. В основі такого трактування лежить розуміння грошей лише як масштабу цін та засобу обігу, і в результаті гроші постають в якості “нейтрального” елемента економічної системи, лише як технічний засіб обміну

В марксистській економічній теорії стверджується, що і товари і гроші надходячи до обігу уже мають певну вартість, яка обумовлюється суспільно необхідними витратами праці на їх виготовлення. Тому для обслуговування товарного обігу, потрібно відповідна кількість металевих грошей, яка залежить від суми цін товарів та швидкості обігу грошових одиниць (тобто швидкості їх обігу при обслуговуванні угод). При цьому кількість металевих грошей є обернено пропорційна до вартості цих грошей. З врахуванням розвитку кредитних відносин Марксом була виведена наступна формула закону грошового обігу:

$$K_n = \frac{Ц - K + П - ВП}{СО} \quad (1)$$

де K_n – кількість грошей, необхідна для обігу;

$Ц$ - сума цін проданих товарів;

K - сума цін товарів, проданих в кредит;

$П$ - сума платежів, по яких наступив термін оплати;

$ВП$ – сума платежів, які взаємопогашаються;

$СО$ - середня швидкість обігу грошей, або число оборотів грошей.

Наведений закон грошового обігу функціонував лише за умов металічного грошового обігу. При його дії в обігу знаходилась лише та кількість золота та срібла, яка була необхідна для забезпечення товарного обігу. Що ж стосується паперових грошей, то якщо їх кількість дорівнює кількості золотих грошей, необхідних для обігу, вони функціонують так само як золоті і наділені такою ж купівельною спроможністю [107, с. 134]. Таким чином, і Маркс вказував на існування взаємозв'язку між кількістю паперових грошей і рівнем цін але відкидав можливість регулювання грошового обігу з боку держави. Розглядаючи вплив зовнішньоекономічних факторів на знецінення грошей, К. Маркс стверджував, що рух золота між країнами може опосередковано, через зміни відсоткових ставок, впливати на ціни в країні.

На початку ХХ сторіччя кількісна теорія лягла в основу двох споріднених напрямів грошової теорії: трансакційної теорії І. Фішера і теорії касових залишків, яка була розвинута А. Маршалом, Л. Вальрасом та К. Вікселем. Пізніше кількісна теорія розвивалася в рамках кейнсіанської та монетаристської теорії, які лягли в основу моделей грошово-кредитної політики.

На основі так званого «рівняння обміну», американський економіст І.Фішер сформулював трансакційну версію кількісної теорії, яка базується на співвідношенні таких пов'язаних між собою явищ як кількість грошей та швидкість їх обігу і рівень цін та кількість всіх товарів:

$$MV = PQ, \quad (2)$$

де M – кількість грошей;

V – швидкість обігу грошей;

P – середньозважений рівень цін;

Q – кількість всіх товарів.

В своїх працях І. Фішер пише слідує: «...виходячи з факту, що гроші, затрачені на придбання благ, повинні дорівнювати кількості цих благ, помноженій на їх ціни, визначаємо, що рівень цін повинен або підвищуватися або знижуватись в залежності від зміни кількості грошей, якщо в той же час не буде відбуватися змін в швидкості їх обігу чи в кількості благ, які обмінюються» [197, с. 153]. При цьому

швидкість обігу грошей та реальний обсяг виробництва в довгостроковій перспективі розглядалися як незалежні від впливу грошей і грошової політики (тобто коливання грошової маси), а тому трактувалися як постійні величини. Припускалось, що швидкість обігу грошей визначається платежами суб'єктів економіки, а реальний обсяг виробництва обумовлюється рівнем розвитку технологічних процесів, трудовими ресурсами та виробничими потужностями.

Тим не менше І. Фішер допускав ймовірність диспропорцій у перехідні періоди. Стверджуючи наявність так званих «тимчасових результатів», обумовлюючи при цьому: «постійні чи кінцеві результати мають місце після встановлення нової рівноваги, хоча навряд чи можна з впевненістю стверджувати, що таке положення як рівновага, коли - небудь може встановиться» [197, с. 168].

Кембріджський варіант кількісної доктрини розроблявся такими відомими економістами як: А. Пігу, А. Маршал. Специфікою цього підходу було надання особливої ваги функції нагромадження грошей, а саме існуванню «касових залишків» (готівкові кошти та залишки на поточних рахунках). Увага акцентувалася на мотивах різних суб'єктів господарювання, які спонукають їх певну частку своїх доходів тримати у ліквідній формі, тобто мати певний запас грошей (інша частина перетворюється у заощадження у вигляді цінних паперів та інших активів). Зміна цієї частки буде впливати на витрати грошей та відповідно на зниження або зростання цін.

Кембріджську формулу кількісної теорії грошей можна зобразити таким чином:

$$M = kPY, \quad (3)$$

де M – кількість грошей;

P – рівень цін;

Y – реальний дохід;

k - частка річних доходів (PY), яку зберігається у грошовій формі.

З огляду на те, що коефіцієнт k є обернено пропорційним до швидкості обігу грошей ($k = Y / V$), а k та Y розглядалися в довгостроковому плані як незмінні величини, то суттєвих відмінностей між кембріджським варіантом кількісної теорії та «рівнянням обміну» по суті не існує в обох випадках рівняння відображають

залежність рівня цін від кількості грошей в обігу.

Розглядаючи класичну та неокласичну теорії можна зробити висновок, що з часів А. Сміта економісти говорили про нейтральність грошей в економіці, їх застосування обмежувалось лише реалізацією виробленої продукції.

Серед зарубіжних вчених-економістів, основною позицією яких є необхідність державного втручання в ринкову економіку, та регулювання грошового обігу є теорія М. Фрідмена, відомого американського економіста, Нобелівського лауреата 1976 р., та донедавна досить популярна модель грошового регулювання англійського реформатора економічної науки Дж. М. Кейнса.

Зокрема, Дж. М. Кейнс стверджував, що гроші, виконуючи своє особливе призначення - виступають джерелом підприємницької наснаги. Виходячи з цього, він сформував концепцію «керованих грошей», яка полягає в їх державному регулюванні з ціллю стимулювання ефективного платоспроможного попиту. За Кейнсом, гроші виступають інструментом та водночас об'єктом регулювання з боку держави. Дж. М. Кейнс зазначав, що неефективна грошова система виступає могутньою зброєю, яка може зруйнувати повністю економічну систему та суспільний устій країни. [67, с. 209].

Дж. М. Кейнс одним з перших серед сучасних західних теоретиків відкрито визнав, що капіталізм серйозно хворий, що основними недугами його економічного життя є безробіття, нестача попиту, які мають не випадковий, а закономірний характер і породжені особливостями капіталістичного господарського механізму, який, на його думку, потребував систематичних коригувань з боку держави. Головна ж небезпека криється в хронічній нестачі попиту на товари. Тому необхідно випускати в обіг додаткові платіжні засоби для стимулювання витрат населення і компаній, заохочувати банківський кредит зниженням відсоткових ставок, безпосередньо створювати додатковий попит з боку державного сектору за допомогою бюджетних асигнувань.

Дж. М. Кейнс сформулював кількісну теорію грошей наступним чином: «Якщо існує неповна зайнятість факторів виробництва, міра їх використання буде змінюватися в тій же пропорції, що і кількість грошей» [68, 244]. У своїй теорії

державної грошової політики Дж. М. Кейнс, виступав проти спонтанних змін цін, що завдають значної шкоди економічній кон'юктурі і стверджував, що гроші мають самостійну цінність і до них має бути застосована певна регулююча політика.

Послідовники Дж. М. Кейнса зосередили свою увагу на вивченні проблем економічного зростання, фактично поза тісним зв'язком з процесами грошового обігу, в практиці державного регулювання перевага надавалась бюджетним методам.

Повоєнна практика зміни господарських механізмів розвинених країн, за Дж. М. Кейнсом, незаперечно довела слушність основних його доводів. Однак його рецепти стимулювання попиту за рахунок політики «дешевих грошей» та бюджетних дефіцитів за усієї привабливості, мали чітко виражений інфляційний характер, що довела практика індустріально розвинених країн 60 – 70 - х років. Зростаюча інфляція, прискорений процес знецінення грошей, що в цей час охопив ці країни, поставили на порядок денний питання про пошук засобів стабілізації грошового обігу та цін передусім обмеженням притоку платіжних засобів в обіг. Саме в цей час для вирішення проблем грошового обігу свої методи запропонували представники монетаризму.

Початок розвитку монетарної теорії датується 1956 р., коли вийшов збірник статей за редакцією американського економіста М. Фрідмена під назвою «Дослідження в галузі кількісної теорії грошей», де викладалося кредо нового напрямку. Сам термін «монетаризм» виник у 1968 р., коли інший американський дослідник у галузі грошового обігу К. Бруннер вперше використав його для виділення підходу, за яким кількість грошей в обігу має першорядне значення для визначення стану економіки¹. Популяризації цього терміна сприяли дослідження М. Фрідмена, в 70-х роках розпочався досить стрімкий злет монетаризму як економічної течії. Це пояснюється передусім реальною економічною ситуацією того періоду.

¹ Варто мати на увазі, що термін «монетаризм» існував і до того, але стосувався він раннього меркантилізму (xvi ст.), в основі якого знаходиться теорія грошового балансу.

Монетаризм як і кейнсіанство спрямований на обґрунтування нового практичного підходу до форм і методів державного регулювання, і був досить доречним у період змін ідеологічних і політичних орієнтирів у розвинутих країнах – неокласична теорія слугувала досить органічним ідеологічним обґрунтуванням для неоконсерватизму, як наряду економічної політики. На думку М. Фрідмена та його послідовників (К. Бруннера, Ф. Кейгена, Р. Седлена, Д. Фенда та ін.) кейнсіанська стратегія призводить лише до посилення господарських диспропорцій, у той час як ринковий механізм суспільного відтворення володіє набагато більшим «запасом міцності» і зовсім не потребує стимулюючих акцій з боку держави. Послідовники монетаризму стверджують, що регулювати попит необхідно не прямо, а опосередковано – шляхом встановлення тих або інших нормативів через грошову систему і грошовий обіг. При цьому існує думка, що регулюється насамперед не попит, а пропозиція – передусім пропозиція грошових ресурсів. Виходячи з цього, основою теорії промислового циклу монетаристів можна вважати твердження, що коливання господарської активності відображають різкі зміни грошової маси, а коливання кількості грошей є результатом політики «управління попитом».

Монетаризм привертає увагу своєю логічною злагодженістю, моністичним характером побудови, завдяки якому створена за його принципами економічна структура (модель) виявляється досить простою, а пропоновані рішення основних проблем економіки - універсальними. Головним постулатом монетаризму є твердження, що державну економічну політику необхідно здійснювати тільки за допомогою кредитно-грошового, «монетарного» регулювання. Виникнувши як теорія попиту на гроші, монетарна теорія з часом стала претендувати на роль нової економічної філософії й водночас виступати як кредитно-грошова політика особливого типу, що націлена передусім на контроль за зростанням грошової маси на противагу контролю за відсотковими ставками.

За монетаристськими постулатами рівень номінального доходу в економіці визначається масою грошей, що перебуває в обігу; в межах короткого періоду зміна маси грошей може впливати на рівень не тільки товарних цін, а й обсягів виробництва; у тривалій же перспективі це призводить лише до зміни загального

рівня цін, суттєво не впливаючи на процеси, які відбуваються в так званому реальному секторі, тобто у виробництві. Саме тому М. Фрідмен досліджує переважно залежності між цінами, обсягом виробництва та грошовою масою у довготерміновому плані. Ці дослідження дали йому змогу дійти таких висновків:

- для стабілізації цін важливе значення має неінфляційне зростання грошової маси;
- існує фундаментальна різниця між номінальною і реальною кількістю грошей;
- якщо зміни цін передбачувані й не дуже значні, то економічне зростання може відбуватися як при зростанні, так і при падінні цін;
- взаємозв'язок зміни грошової маси і тих змінних, на які ця маса впливає, залишався сталим, незважаючи на різні причини зростання маси грошей;
- основний шлях впливу грошової маси на економіку - від зміни кількості грошей до зміни доходу, а не навпаки;
- грошово-кредитна політика має формуватися за теорією раціональних очікувань, оскільки саме особистості з їх очікуваннями формують соціальне середовище, в якому функціонує ринкова економіка.

Якщо застосовувати монетарну теорію для аналізу довгострокових процесів, то можна зробити такі висновки: номінальна кількість грошей визначається, насамперед їх пропозицією, а реальна кількість грошей – попитом на них.

Не одноразове, а постійне збільшення кількості грошей в обігу призводить до прогресивного збільшення цін під впливом не тільки зростання грошової маси, але й мультиплікаційного ефекту зростання кількості грошей та виникнення інфляційних очікувань. Сукупність цих факторів призводить до зниження обсягів особистого та суспільного багатства. І навпаки: зменшення грошової маси, як стверджує М. Фрідмен, спричиняє зниження цін і зростання багатства.

Наприкінці 70-х років різниця між кейнсіанською та неокласичною школами мала більше історичний, ніж концептуальний характер. Однак іще задовго до того, як на засадах теорій економічного зростання відбулося органічне поєднання двох напрямів економічної теорії було проголошено принцип «неокласичного синтезу».

Такий підхід було запропоновано Дж. Гіксом і підтримано Ф. Модільяні та остаточно обґрунтовано П. Самуельсоном [201].

Суть неокласичного синтезу полягала в тому, що залежно від стану економіки пропонувалось використовувати або кейнсіанські методи регулювання, або рецепти економістів, які стояли на позиціях обмеження втручання держави в економіку та вважали найліпшими регуляторами грошово-кредитні механізми, що діють за умов вільного ринку, забезпечуючи рівновагу між попитом і пропозицією, виробництвом і споживанням. Прихильники «неокласичного синтезу» не перебільшували регулюючих можливостей ринку. Вони вважали, що в процесі поглиблення економічних взаємовідносин, виникненні нових форм зв'язків, варто апгрейдувати та активно, якісно по новому здійснювати регулювання економічних процесів. Щодо грошової теорії, то представники школи «неокласичного синтезу» поділяють погляди монетаристів на залежність цін від грошової маси, але доповнюють її аналізом взаємовпливу факторів, що приводяться в рух попитом на гроші. Так, наприклад, Н. Калдор пропонує модель економіки, де функціонують лише реальні кредитні гроші, оскільки, на його думку, лише вони є внутрішньою рушійною силою розвитку економіки. Готівкові гроші є символами, що відображають готовий продукт, вони не приводять в дію економічні механізми, зазначає він. Емісія грошей має залежати лише від попиту на них суб'єктів господарювання та від обсягу депозитів [201, с. 78].

Прихильники неокласичного синтезу також не погоджуються з монетаристами, які не визнають ідеї постійної рівноваги між інфляцією та безробіттям, вважаючи показовою «криву Філіпса» для визначення точки стабільності, використовують отримані з її допомогою висновки для формування основ соціально орієнтованої грошової політики. Щоправда, теорією «природного рівня безробіття» Фрідмена вони також користуються для обґрунтування соціальних програм.

Одним з варіантів сучасного економічного консерватизму є теорія раціональних очікувань, яка активно розроблялась у 70 - 80-х рр. ХХ ст. Американські економісти Р. Лукас, Т. Сарджент, Н. Воллес стверджують, що

економічний індивід не тільки пасивно адаптується до попереднього досвіду, а й активно використовує великий обсяг поточної інформації для точнішого передбачення тенденцій господарського розвитку [63]. Будь-які спроби вплинути на процес відтворення за допомогою систематичної державної макроекономічної політики представники раціональних очікувань оцінюють як безплідні не тільки в довгостроковому, а й у короткостроковому аспектах. Головна ставка робиться на відродження віри в можливість раціональної поведінки економічних суб'єктів в умовах, коли держава відіграє роль тільки джерела інформації. Представники теорії раціональних очікувань вважають, що економічні суб'єкти здатні правильно передбачати майбутні дії уряду і вчасно реагувати на них.

Теорія раціональних очікувань вивчає передусім інфляційні очікування і тому певною мірою спирається на теорію адаптивних очікувань. Згідно з останньою, очікування майбутньої інфляції формуються на основі попередніх і поточних рівнів інфляції та є відносно постійними. На відміну від монетаристської схеми адаптивних очікувань, раціональні агенти не виводять механічно свої рішення з минулих спостережень, а прагнуть заздалегідь передбачити майбутні тенденції розвитку економіки і зафіксувати їх у господарських контрактах. Це істотно обмежує можливості держави щодо здійснення політики перерозподілу доходів і послаблює або навіть нейтралізує стимулюючий ефект економічної політики. Тому закономірним є висновок нових класиків - проведення будь-якої форми державної економічної політики, чи то політики короткострокової стабілізації (кейнсіанської), чи то грошової (монетаристської) є необґрунтованим, неправильним і в цілому непотрібним. Інфляція є фактором, що впливає на швидкість обробки інформації й прийняття рішень. Якщо інфляційні процеси мають стійкий і стабільний характер, то раціональні агенти в змозі пристосуватися до них і скоригувати свої розрахунки. Раптові та непередбачувані зміни цін, які зводять нанівець передбачення індивідів (за термінологією Р. Лукаса, "інформаційні розриви"), можуть впливати на обсяг виробництва і зайнятості й викликати циклічні коливання та кризові явища в економіці. Уроки інфляції та стагфляції остаточно переконали наукову громадськість у тому, що в умовах зростаючої цінової нестабільності очікування

економічних суб'єктів набувають першочергового значення. Джерелами реакції економічних суб'єктів, що змушують людей формувати очікування, а значить, і джерелами циклічних коливань, є вплив як грошових (зміна грошової маси, рівня цін), так і реальних (смаків і переваг, технологій) факторів. Помилки в оцінках масштабів змін у реальному і грошовому секторах, а також невизначеність щодо майбутньої стійкості тенденцій, що спостерігаються "сьогодні", створює основу для циклічного процесу. Теза Р. Лукаса полягає у тому, що коливання зайнятості є результатом невідворотного впливу грошових і реальних "шоків" на економічних суб'єктів. Це означає примирення гіпотези раціональних очікувань з визнанням емпірично доведеного впливу грошей на реальні величини. Разом з тим повністю заперечується ефективність цілеспрямованої грошової політики. Особливо яскраво таке заперечення проявилось у працях наступників Р. Лукаса — Т. Сарджента й Н. Воллеса. Вони вважають, що якщо раціональні індивіди знають правило грошової політики центрального банку, то зміна цього правила призведе до зміни способу формування цінних очікувань. Економічні суб'єкти своїми передбаченнями будуть нейтралізувати державний вплив, а тому втручання в економіку шляхом проведення будь-якої грошової політики є абсолютно неефективним.

Грошова теорія циклічних коливань завдяки розробкам монетаристів та теоретиків раціональних очікувань домінувала в американській макроекономіці до початку 80 - х рр. ХХ ст., проте в подальшому поступилася місцем теорії реальних циклів, яка розглядає єдиною причиною циклічних коливань технічний прогрес та технологічні "шоки".

На окрему увагу заслуговує аналіз основних поглядів на проблеми монетарного регулювання сучасних монетаристів, наукові положення яких суттєво відрізняються від постулатів їх попередників і ґрунтуються на інституціональному аналізі. Як вважають нові монетаристи, однією із причин провалів в макроекономічній політиці останніх років є неспроможність зрозуміти основні зміни в структурі та діяльності фінансових інститутів. Основними сподвижниками цих ідей є: Б. Грінуолд, Дж. Стігліц, Б. Ейгенгрін, Л. Саммерс, Дж. Тобін .

Важливим аспектом в дослідженнях нових монетаристів є визначення ролі кредитних фондів в формуванні грошової пропозиції, зокрема за умов існування асиметричності інформації. В своїх наукових працях Дж. Стігліц зазначає, що «ключем до розуміння грошової економіки є попит і пропозиція фондів для кредитування (loadable funds), які, у свою чергу, залежать від розуміння важливості й наслідків недосконалості інформації для банків» [214, с. 128].

Варто зазначити, що неомонетаристи відводять визначальне місце монетарній політиці в макроекономічному регулюванні, визначаючи її основні переваги порівняно з бюджетним регулюванням, пояснюючи це тим, що для оптимального розподілу додаткових ресурсів ефективно спрацьовують ринкові інституції, зокрема банківський сектор, так як ступінь впливу банківського кредиту на макроекономічні показники є суттєвішим. Розглядаючи механізм монетарного регулювання нові монетаристи наголошують на його використанні безпосередньо в залежності від особливостей функціонування економіки в певний період часу.

Аналізуючи концепції сучасних монетаристів слід зацентувати увагу на певних їх недоліках, зокрема нові монетаристи не вважають обліковий процент ефективним інструментом в монетарному регулюванні центрального банку, дотримуючись при цьому визначення монетарної політики як сукупності інструментів які через регулюючу функцію центрального банку, задля досягнення макроекономічних цілей, впливають лише на об'єм грошової маси в обігу, при цьому основним ефективним інструментом монетарної влади визначаються операції на відкритому ринку, які безпосередньо здійснюють вплив на обсяг грошової маси, а в результаті і на банківські кредити. Проведення операцій на відкритому ринку впливає на обсяг грошей в обігу, що викликає зміну і банківських процентних ставок. Звідси, сучасні монетаристи доводять, що основним ефективним інструментом в механізмі монетарного регулювання центрального банку виступають операції на відкритому ринку по купівлі – продажу державних цінних паперів.

У вітчизняній економічній теорії важливе місце займають праці М.І. Туган-Барановського щодо аналізу грошового обігу. В своїй теорії грошей він намагається

синтезувати трудову теорію і теорію граничної корисності, розкриває причини появи грошей, визначивши поняття металевих і паперових грошей, і зрештою звертається до «найважливого питання політичної економічної теорії – теорії грошового обігу». І. Туган-Барановський наголошує, що в сучасній йому економічній науці немає загальноприйнятої теорії цінності грошей. Натомість є дві теорії, що конкурують між собою: кількісна і товарна. Критично розглядаючи кожну теорію, вчений визначає вади й переваги кожної з них, а також пропонує власну теорію цінності грошей, яку він називає кон'юнктурною.

На думку М.І. Туган-Барановського, цінність грошей сприймається учасниками обміну пасивно, як данина, що не підлягає зміні, вона є «суцільно соціальним явищем, продуктом несвідомих стихійних народногосподарських процесів» [191, с. 67] і, вочевидь, не може бути пояснена за допомогою товарної теорії грошей.

Крім того, хоч би якою була цінність грошей, це не впливає на господарську поведінку людей. Мало того, єдиний агент економічної системи, що міг би вплинути на цінність грошової одиниці, тобто держава, теж не ставить перед собою таку мету і сприймає цінність грошей пасивно. Тут, на нашу думку, М.І. Туган-Барановський уперше висловлює ідею про те, що гроші можуть і мають бути об'єктом державного регулювання. Ця теза згодом стане визначальною у науковій спадщині Дж. М. Кейнса.

Стосовно аналізу кількісної теорії М.І. Туган-Барановський робить висновок, що кількісна теорія правильно відображає випадок, коли спостерігається значне збільшення кількості грошей у країні, що можливо тільки за умов випуску паперових грошей, для аналізу яких вона й має бути використана. Коли йдеться про металеві гроші, зміна їхньої цінності майже ніколи не є наслідком зміни їхньої кількості, адже у короткостроковому періоді кількість золота практично стаціонарна (світовий обсяг видобутку золота становить лише 2-3% від його світового запасу, тож навіть якби він подвоївся, на рівні світового запасу це не позначилося, а у довгостроковому змінюється така кількість різних факторів, що чистий вплив кількісного фактору обчислити практично неможливо. Свою кон'юнктурну теорію

грошей М.І.Туган-Барановський вибудував у межах власної концепції промислових циклів, дійшовши висновку, що цінність грошей значною мірою змінюється абсолютно незалежно від зміни кількості грошей у народному господарстві, цінність грошей визначається загальною кон'юнктурою товарного ринку, яка дуже мінлива у часі. На етапі піднесення промислового циклу кон'юнктура ринку впливає на підвищення товарних цін, що в свою чергу призводить до зменшення цінності грошей. Дану ситуацію можна тлумачити як випереджуюче зростання попиту порівняно з пропозицією. При сталій кількості грошей в обігу збільшення величини попиту є наслідком збільшення швидкості обігу грошей або зростання кредиту. У фазі спаду ми будемо мати діаметрально протилежний результат.

Розглядаючи питання визначення цінності грошей, М.І. Туган-Барановський наголошує на тому, що вона визначається загальною кон'юнктурою товарного ринку і є його підсвідомим продуктом. При цьому М. І. Туган-Барановський стверджує, що цінність грошей не залежить від кількості грошей в обігу, наголосимо, що цей постулат стосується лише металевих грошей, якщо говорити про паперові гроші то тут доцільним є використання кількісної теорії.

Щодо товарної теорії, то вчений вважає, що її представники (зокрема Т. Тук) мали рацію, коли шукали пояснення цінності грошей в умовах не грошового, а товарного ринку, однак помилялися, коли не вбачали різниці між створенням відносної ціни окремого товару та загального рівня грошових цін.

Головна цінність кон'юнктурної теорії полягає у висновку М.І.Туган-Барановського про те, що зміна цінності грошей зумовлена зрушеннями загальної кон'юнктури (загальних умов) товарно - грошового ринку, як сказали б ми сьогодні, а не порушенням рівноваги попиту та пропозиції на окремо визначені товари.

Таким чином, М.І.Туган-Барановський визнає, що у випадку металевих грошей він відштовхувався від товарної теорії Т. Тука, а стосовно паперових грошей варто повністю приставати на кількісну теорію [191].

Потрібно також зазначити, що задовго до Дж.М. Кейнса, якого вважають засновником теорії державної грошової політики, у 1916 році М.І.Туган-Барановський в своїй книзі «Бумажные деньги і металл» зробив висновки: «...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, поводила себе 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, а от 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» [191, с. 44].

Ми вважаємо, що у цих рядках М.І. Туган-Барановський чи не перший з економістів доходить висновку, що грошово-кредитна політика не лише має право на існування, а й стає вкрай необхідною у сучасному господарстві.

Нехай видатний український вчений не запропонував розробленої системи інструментів грошово-кредитної політики, але саме йому, на нашу думку, належить перша згадка про державну політику в сфері грошового обігу, перше передбачення майбутніх проблем, з якими зіткнеться світова економіка.

М.І.Туган-Барановський наголошував також на важливій ролі центрального банку держави, тобто такого центрального закладу, що має у своєму розпорядженні величезні кошти і керується у своїх діях не одержанням зиску, а загальнодержавними інтересами, проводячи грошово-кредитну політику.

Український економіст наполягав на тому, що одним з найважливіших напрямків розвитку економіки країни є ефективне державне регулювання економічних процесів з метою стимулювання ефективного платоспроможного попиту, зокрема через монетарне регулювання та забезпечення ефективного функціонування грошової системи. При цьому він наголошував, що влада держави не безмежна. Вона обмежена ринковими силами, боротися з «якими – все одно, що боротися з вітряками, адже можливості побороти їх немає...» [61, с.543].

Значну увагу таким важливим аспектам грошової теорії, як регулювання грошового обігу та досягнення стабільності грошової одиниці приділив в своїх працях Ф. Хайєк, його ідея денационалізації грошового обігу та незалежності центрального банку була сформована практично одночасно з Б. Клайном у 1974 році [198, с. 57]. Висловлений ним новий спосіб досягнення грошової стабільності – система, заснована на конкуренції паралельних приватних валют, його ідейна основа проста – валюту слід вважати звичайним комерційним товаром і тому виробляти ринковим способом. Важливою особливістю таких конкурентних грошей є те, що при використанні приватних грошей в економіці зникають макросигнали неринкового характеру, джерелом яких на даний час є державні регулюючі органи. Логіка приватних грошей – центральна в міркуваннях Ф. Хайєка, однак, не єдина. Інший важливий аспект проблеми грошового обігу, що розглядається ним – стійкість банківської системи.

На думку Ф. Хайєка, сучасна грошово-кредитна система західних країн характеризується високою нестабільністю, яку намагаються перебороти, причому вкрай неефективно, шляхом адміністративного регулювання. Ця нестабільність іманентно властива грошовій системі з державною валютою. Її глибинна причина складається в різкому ослабленні «імунного» ринкового механізму конкурентної перевірки і вибракування прийнятих приватними банками рішень, це ослаблення є необхідним, у свою чергу, для того, щоб не відбулося відчуження ринковим механізмом чужорідної адміністративно-керуючої державної валюти.

Ф. Хайєк, наголошуючи на вадах державного регулювання грошового обігу, писав, що уряди завжди зловживали грошима, а «історія державного управління грошовою системою була історією безперервної омани і брехні» [198, с. 67]. На грошовому ринку монопольний емітент захищає себе від конкуренції інших валют, обмежуючи кількість іноземних грошей в обігу і забороняючи емісію приватних банкнот. Отримана влада використовується і для політичного маніпулювання «стимулюючою» інфляцією, наприклад, у зв'язку з виборами. На кредитному ринку емітент держави одночасно: а) адміністративно обмежує кредитну емісію, встановлюючи, зокрема, обов'язкову норму резервування, б) забезпечує весь

«плановий» обсяг кредитної емісії державною валютою, для того, щоб уникнути конкурентного тиску на неї кредитної емісії. У результаті блокується ринковий механізм відбраковування низькоякісної кредитної емісії, і банківська система стає глобально нестійкою.

Окреслюючи мету держави у ринковій економіці потрібно зазначити, що вона полягає не в корегуванні ринкового механізму, а у створюванні умови для його вільного функціонування. Представник неоліберальної концепції В. Ойкен стверджував, що політика невтручання держави в регулювання економіки може призвести до залежності держави від олігархічних владних кіл та виникнення так званої політики інтервенціоналізму. Відсутність державного регулювання економіки, за словами В. Ойкена, призводить до перетворення економічної свободи всіх суб'єктів господарювання в економічну свободу лише для обмеженого кола суб'єктів економіки [128, с. 134].

Коли держава не регулює економіку, первісна економічна свобода для всіх перетворюється на реальну економічну владу для небагатьох. Така ситуація призводить до монополізації та неефективного функціонування ринку.

Варто зазначити, що інтерес економістів до грошового обігу, організацією якого займається центральний банк, пояснюється тим, що за умов товарного виробництва рух товарів відбувається в сфері обігу, важливою складовою частиною якого є обіг грошей, при цьому роль грошового обігу не пасивна, а навпаки, його стан і розвиток здійснюють вплив на товарний обіг, а через нього і на товарне виробництво.

Трансформація процесів регулювання грошового обігу проявляється, насамперед, через еволюцію самих грошей. Активна еволюція грошей в економічно розвинутих країнах спостерігається протягом останніх сорока років, а з початку дев'яностих років минулого сторіччя і в Україні. На сучасному етапі розвитку економіки, виникненні нової економіки, електронні гроші стають однією із найпоширеніших форм грошей.

Основи сучасних досліджень природи електронних грошей та аналізу ролі банків в умовах їх емісії закладені в працях таких вчених, як А. Берентсен, М. Бернкопф, Д. Куртцман, Д. Смітин та ін. На сьогоднішній день ряд міжнародних організацій,

центральных банків (Європейська комісія з електронних грошей, Банк міжнародних розрахунків, МВФ тощо) присвячують достатньо багато уваги вивченню проблем використання електронних грошей.

Варто зазначити, що з появою електронних грошей змінюється формальна та функціональна характеристика кредитних грошей. Розширення напрямків використання електронних грошей однозначно модифікуватиме діяльність центральных банків, зокрема в виборі інструментів для реалізації ефективної монетарної політики та забезпеченні стабільної фінансової системи. На сьогоднішній день визначають різні методи державного регулювання обігу електронних грошей, найефективнішими можна вважати нормативний та специфічний, який стосується модифікації монетарної політики центрального банку. Що стосується нормативного методу, то його суть полягає в прийнятті державою на законодавчому рівні відповідних нормативних актів, які передбачають регулювання випуску та обігу електронних грошей, введення відповідальності за неправомірні дії операторів на ринку електронних грошей, що мінімізує ризики та трансакційні витрати суб'єктів господарювання, законодавчі акти повинні також передбачати розв'язання питань, які стосуються стандартизації електронних грошей, наглядової функції за емісійними процесами при забезпеченні обігу електронних грошей. Розглядаючи нормативний метод, варто зазначити, що в даному випадку політика невтручання держави в розробку стандартів та правил обігу електронних грошей повинна поєднуватись з державним регулюванням найпоширеніших стандартів. Однозначно при введенні в обіг електронних грошей змінюються існуючі і з'являються нові методи монетарної політики, яка передбачає використання центральним банком спеціальних заходів для монетарного регулювання.

Вплив феномена електронних грошей на ефективність монетарної політики, яку проводить центральний банк – одна з самих актуальних тем сьогодення. Зокрема, О. Іссінг пропонує низку заходів, здійснення яких забезпечить центральним банкам здатність проводити ефективну грошову політику. До них відносяться: пруденціальний нагляд; цілісне і прозоре правове регулювання, технічна безпека, захист від кримінальних зловживань; обов'язкова звітність для грошової статистики; високі резервні вимоги [243, с. 35]. На нашу думку, до вищенаведених

заходів, які центральні банки можуть використати для стабілізації грошового обігу в умовах емісії електронних грошей, можна також віднести скорочення надмірної ліквідності, яка створюється внаслідок заміни банкнот електронними грошами, через проведення операцій на відкритому ринку.

Дослідження проблем регулювання грошового обігу, у тому числі макроекономічної стабілізації, обов'язково передбачає вивчення структури та характеру дії механізму монетарного регулювання економіки. Цей напрям не новий для грошової теорії і практики, однак на теперішній час немає підстав вважати його остаточно дослідженим. Ознайомлення з монографічною літературою з проблематики дослідження показало, що в економічній науці не розроблена комплексна методика вивчення механізму монетарного регулювання. Спираючись на існуючі теоретичні напрацювання, визначимо зміст поняття „механізм монетарного регулювання”.

В економічній науці ми найчастіше стикаємось з поняттям економічного механізму. Економічний механізм розглядається як сукупність прийомів регулювання розвитку економічних систем від мікро- до макрорівня: підприємств, галузей, міжгалузевих комплексів, економічних систем регіонів, економічних систем держави [130, с.366]. Термін «макроекономічне регулювання», який можна трактувати як механізм задіяний для досягнення збалансованості в національній економіці в економічній науці почав використовуватись порівняно недавно. Механізм макроекономічного регулювання в ринковій системі охоплює такі підсистеми: ринковий механізм, державне регулювання та регулювання, яке проводять фірми.

Вивчаючи поняття «механізм» в економічній літературі ми зустрічаємо такі категорії як: економічний механізм, господарський механізм тощо. Залежно від уподобань представників тієї чи іншої наукової школи існує багато трактувань суті, зокрема, економічного механізму. Для того, щоб зрозуміти структурно-функціональну будову та суть механізму монетарного регулювання, ми пропонуємо проаналізувати насамперед визначення економічного механізму.

Так, наприклад, А.Кульман виділяє економічні механізми закритого та відкритого типу. Механізми відкритого типу виступають причиною розвитку економічних явищ, зокрема валютні механізми, механізми рівноваги між виробництвом та споживанням тощо.

За визначенням А. Кульмана, до механізмів закритого типу зараховуємо ті з них, функціонування яких за своєю внутрішньою сутністю не відрізняється від початкового імпульсу. Цей результат у свою чергу є стартовим імпульсом для нового механізму, подібного до попереднього. Зазначений автор поділяє ці механізми на дві основні групи: механізми, що не піддаються, та ті, що піддаються кількісній оцінці. До перших він відносить механізм економічних циклів, кумулятивний процес К.Вікселя, до других – мультиплікативні механізми [87, с. 265 - 267].

В якості основної класифікаційної ознаки при поділі економічного механізму на закритий та відкритий типи виступає вихідне явище, його параметри на вході та виході. Варто зазначити, що розглянута вище структуризація економічних механізмів на механізми закритого та відкритого типів, на жаль, не передбачає ступінь впливу в своїй сукупності ринкового та державного регулювання на монетарні процеси. Проте економічні механізми відкритого типу можна ототожнити з ринковими економічними механізмами.

Розглядаючи економічні механізми, варто приділити увагу такій дефініції як «інститут», оскільки через сукупність певних інститутів можна пояснити функціонування механізму. Нам імпонує точка зору сучасних інституціоналістів, зокрема Д.Норта, який визначає інститут як «створені людиною обмеження, які структурують політичну, економічну і соціальну взаємодію» [10, с. 334]. З огляду на трактування «інституту» інституціоналістами можна стверджувати, що це сукупність певних правових норм та правил, які регламентують поведінку економічних агентів, дана система правил формується в процесі реалізації економічної політики, що дозволяє зменшити рівень невизначеності та ризику економічної діяльності суб'єктів господарювання. Таким чином економічні

механізми можна пояснити як сукупність певних інституцій, у вигляді норм та правил, що забезпечують регулювання економічних процесів.

Власне, як бачимо, за допомогою характеристики інститутів можна пояснити особливості функціонування, зокрема, механізму монетарного регулювання, через визначення набору правил за якими діє центральний банк.

Необхідно наголосити на тому, що, незважаючи на достатнє поширення і певну ступінь дослідження окремих типів економічних, організаційних або господарських механізмів (приклади: ринковий механізм, механізм інфляції, механізм покриття державного дефіциту, валютний механізм, механізм державного управління і т. д.), саме поняття «механізм» в економічній теорії недостатньо чітко визначене.

Варто зазначити, що категорія „механізм” (з грецької μηχανή *mechané* - машина) запозичене дослідниками в галузі економіки з технічних наук, в якій механізм розуміється як система тіл, що призначена для перетворення руху одного або декількох тіл у потрібний рух інших тіл. Тобто, механізм – це система складових, що забезпечує рух об’єкту, спрямовуючи на нього певну силу [52, с. 467].

Систематизуючи існуючі методології розуміння економічного механізму, вважаємо правомірно буде виділити категорію «механізм монетарного регулювання». Ми вважаємо, що реалії сьогодення підтверджують, що дефініція «механізм монетарного регулювання», може повноцінно використовуватись в науковій літературі, оскільки проведений аналіз поглядів представників різних економічних шкіл доводить необхідність регулювання монетарної сфери з боку держави для досягнення основних макроекономічних цілей.

Вважаємо, що аналіз та вивчення особливостей функціонування механізму монетарного регулювання є науково виправданим, оскільки дає можливість зробити обґрунтування та спрогнозувати напрямки реалізації монетарної політики.

Таким чином, механізм монетарного регулювання економічних процесів є реальністю, а тому потребує детального вивчення та освоєння. Глибинний аналіз наукової літератури по проблемі нашого дослідження дозволяє зробити висновок

про те, що в економічній науці комплексної методики дослідження механізму монетарного регулювання ще не створено.

На нашу думку, для детального розкриття суті та структури механізму монетарного регулювання доцільним є використання загальнонаукових методів: монографічного, який ми використали для ознайомлення з науковою літературою по предмету дослідження; системного аналізу; структурно-функціонального аналізу; одним з пріоритетних методів можна стверджувати є використання діалектичного методу, що дасть нам можливість дослідити проблеми монетарного регулювання як транзитивній так в ринковій економічних системах, та розглянути еволюцію механізму монетарного регулювання в процесі ринкової трансформації і визначити напрямки гармонізації вітчизняного механізму монетарного регулювання в умовах євро інтеграційного спрямування розвитку економіки України.

Пропонуємо визначити основні переваги використання системного підходу в дослідженні механізму монетарного регулювання, отже, впровадження системного підходу дозволяє:

- розділити проблему на конкретні її складові частини, окреслити між ними причинно-наслідкові зв'язки;
- розчленувати систему, що досліджується (механізм монетарного регулювання) на підсистеми, виявити взаємозв'язки між ними, що дозволить виявити найбільш щільні зв'язки в системі монетарних трансмісій та їх вплив на мароекономічні показники;
- виявити зв'язки монетарної політики з фіскальною політикою, банківським наглядом і валютною політикою в межах системи грошово-кредитного регулювання і розробити механізми їх координації.

Розглядаючи на основі структурно – функціонального аналізу сутність механізму монетарного регулювання, насамперед потрібно виділити його основні структурні елементи:

1. суб'єкт (основна рушійна сила, яка свідомо приводить даний механізм в дію, суб'єктом механізму монетарного регулювання ми визначаємо центральний банк);

2. основні прогнозовані цілі, які досягаються через запуск механізму монетарного регулювання в дію, сукупність ключових цілей залежить від стартових макроекономічних економічних умов в певній країні, обраного монетарного режиму;
3. методи та монетарні інструменти досягнення основних макроекономічних цілей, які залежать, зокрема, від ефективності функціонування монетарних трансмісій, ступеня відкритості економіки та можливості її протистояння впливам глобальної ліквідності;
4. об'єкти механізму монетарного регулювання на які здійснюється вплив з метою досягнення наперед визначених цілей монетарного регулювання: валютний курс, грошова маса, тощо.

Спираючись на існуючі теоретичні напрацювання, визначимо зміст поняття «механізм монетарного регулювання».

Системний підхід до визначення суті механізму монетарного регулювання, який ґрунтується на послідовному вивченні його об'єкту, змісту його елементів, функцій центрального банку, як суб'єкта механізму, що розглядається, дозволив нам виділити два аспекти, два різних підходи до розуміння суті механізму монетарного регулювання.

Згідно першого підходу, механізм монетарного регулювання можна розуміти як організаційне відображення грошових відносин, так би мовити, „техніку” функціонування грошового обігу, в даному випадку об'єктом механізму монетарного регулювання варто виділити гроші, які визначають природу і зміст грошових відносин, і є загальним еквівалентом, здатним обмінюватись на будь-які товари чи послуги, відображаючи усі аспекти людських стосунків, пов'язані із вартісним вираженням економічних процесів.

Другий підхід до розгляду механізму монетарного регулювання полягає в його розумінні як сукупності грошових методів, інструментів, прийомів і важелів впливу на економічні процеси в країні, для реалізації відповідних цілей економічного розвитку (стабільне зростання економіки, низька інфляція і відповідно стабільність цін, низький рівень безробіття, рівновага платіжного балансу) через досягнення

проміжних цілей грошово-кредитного регулювання. В даному випадку невід'ємною частиною механізму монетарного регулювання є монетарний трансмісійний механізм, який відображає вплив монетарних інструментів через складну сукупність каналів на макроекономічні змінні. Найбільш важливими серед методів (каналів) впливу можна виділити: канал процентних ставок, канал валютного курсу, канал ціни активів і кредитний канал, канал очікувань. В даному випадку механізм монетарного регулювання можна відобразити схематично – Додаток А. В першому випадку ми охарактеризували внутрішню складову механізму монетарного регулювання через забезпечення функціонування грошового обігу, другий підхід деталізує зовнішню спрямованість механізму монетарного регулювання через вплив на макроекономічні змінні з боку центрального банку задля досягнення наперед поставлених цілей.

В даному контексті механізм монетарного регулювання у самому загальному вигляді являє собою спосіб організації грошового обігу з властивими йому формами і методами, економічними стимулами і правовими нормами.

Виділивши окремі підходи в визначенні суті механізму монетарного регулювання та особливостей його структури, та теоретично їх обґрунтувавши, вважаємо, що категорію «механізм монетарного регулювання» можна трактувати як: спосіб та функціональна сукупність теоретичних домінант обґрунтування монетарного режиму, системи монетарних трансмісійних процесів та організаційно-економічних заходів, що формують умови і порядок регулювання монетарних процесів центральним банком з метою досягнення цінової та макроекономічної стабільності, як провідних монетарних факторів зростання економіки. З огляду на дане визначення в структурі механізму монетарного регулювання виділяємо наступні складові елементи: монетарні режими, система монетарних трансмісійних механізмів, базова теоретична макромодель (Рис. 1.1.).

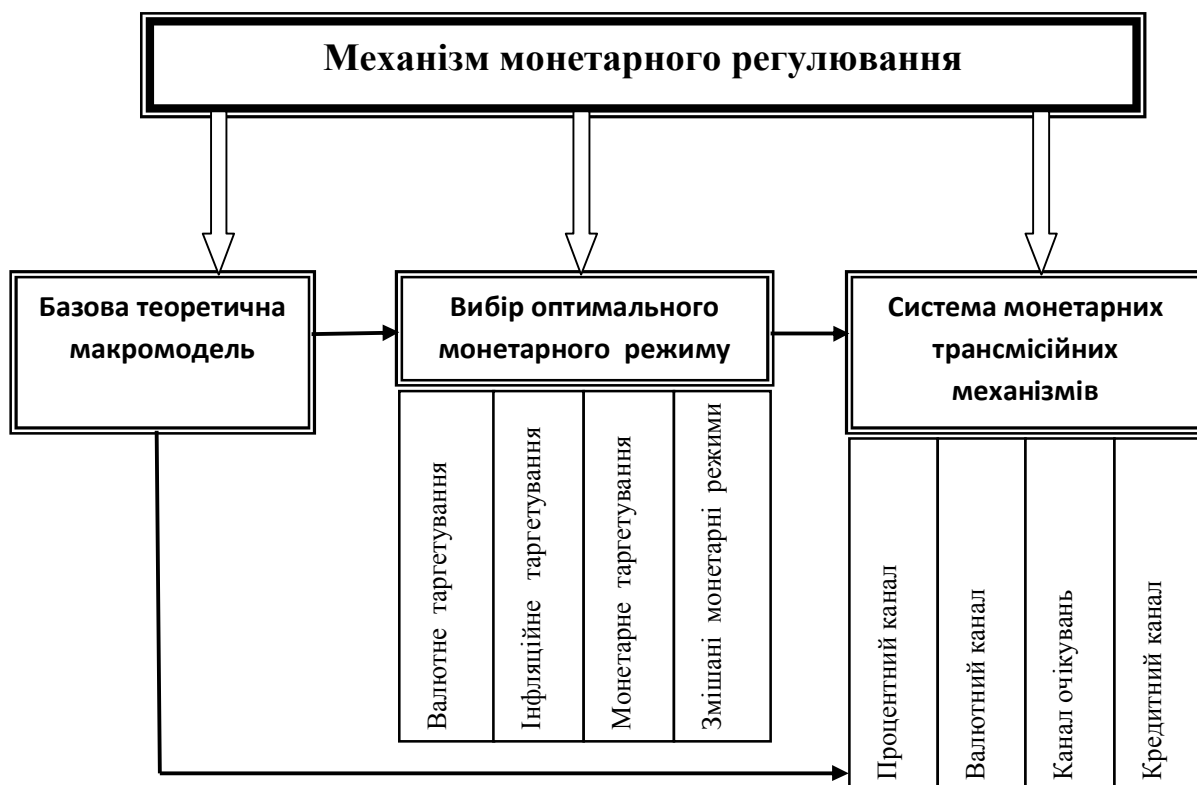


Рис. 1.1. Структура механізму монетарного регулювання²

Акцент основної уваги на проблематиці наукового дослідження дозволяє використати метод наукової абстракції для визначення закономірностей використання основних методів та режимів монетарної політики як складових механізму монетарного регулювання в умовах глобалізації. Економіко-математичні та статистичні методи (оптимізації, статистичного групування) використовуються для опрацювання статистичної інформації, виявлення траєкторії розвитку об'єкта, що досліджується. Зокрема, в нашому дослідженні, використання економіко-математичного моделювання та масивів статистичних даних дозволить визначити та проаналізувати найбільш значущі зв'язки між основними макроекономічними параметрами економіки України, дослідивши ефективність вітчизняного трансмісійного механізму та функціонування його основних каналів.

Механізм монетарного регулювання покликаний забезпечити регулювання грошового обігу, з метою досягнення певних економічних цілей (стабільне

² Джерело: складено автором

зростання економіки, низька інфляція і відповідно стабільність цін, низький рівень безробіття, рівновага платіжного балансу тощо). Трактуючи в загальному розумінні суть регулювання, визначаємо його як сукупність методів, способу впливу певного суб'єкта на об'єкт з метою його стабілізації та досягнення ефективного його розвитку відповідно до наперед спрогнозованих показників. Вважаємо за потрібне зазначити, що при аналізі взаємозв'язку «грошово-кредитне регулювання» і «монетарна політика», ми прийшли до висновку, грошово-кредитне регулювання виступає формою і способом реалізації монетарної політики держави.

У загальному вигляді процес здійснення регулювання грошово-кредитних відносин можна представити за допомогою такого алгоритму: отримання інформації про стан об'єкту регулювання – аналіз інформації – прийняття рішень – внесення коректив за результатами здійснення регулюючих процесів. Для забезпечення функціонування механізму монетарного регулювання за даною схемою потрібні такі складові: індикатори, що достовірно відображають стан об'єкта, суб'єкт, який за допомогою індикаторів приймає відповідні рішення щодо грошово-кредитного регулювання, інструменти, які забезпечують реалізацію монетарної політики.

Індикатор дає інформацію про спрямованість грошово-кредитної політики і глибину впливу банківського сектора на кінцеві цілі політики, ступінь реалізації якої невідома в найближчому майбутньому, оскільки дані економічної статистики з'являються пізніше і існує часовий лаг до початку відповідної реакції економічних показників на грошові змінні. Передбачуваний індикатор повинен мати такі ознаки: відображати обрану ціль; легко вимірюватись; віддзеркалювати певним чином дії центрального банку; піддаватися ефективному контролю з боку центрального банку. Найбільш часто в якості індикаторів монетарної політики використовуються або процентна ставка, або ж грошова маса. Вибирати один з них (змінну ціни чи змінну кількості) не було б потреби, якби не виникало ніякого сумніву щодо механізму впливу інструментів грошово-кредитної політики на реальну економіку. Якщо ми маємо справу із нестійким попитом на кредити, то кращим індикатором грошово-кредитного регулювання виступає процентна ставка, адже з її підвищенням, викликаним не передбачуваним ростом попиту на кредити, центральний банк

збільшує грошову масу, компенсуючи тим самим зниження швидкості обігу грошей. І навпаки, якщо нестійкими є функції видатків (схильність до споживання або інвестування), то кращим індикатором грошово-кредитної політики стає грошова маса. Перед фактом зростання процентної ставки в результаті непередбачуваного росту валових видатків центральний банк не збільшує обсягів грошової маси і дозволяє процентній ставці відігравати роль стабілізатора в досягненні кінцевої цілі.

Зазвичай монетаристи стверджують, що функція попиту на гроші і функції видатків стійкі, що перша більш стабільна, ніж другі, і пропонують таким чином прийняти грошову масу як основний індикатор грошово-кредитної політики, Дж. Кейнс вважав, що перевага ліквідності і схильність до інвестування хоч і є нестійкими, але нестабільність попиту на гроші є більш ймовірною і тому виділяв індикатором процентну ставку.

М. Фрідмен відкинув ряд індикаторів, які є надто загальними і довгостроковими (індекс цін, індекс безробіття, процентні ставки), для того, щоб виділити єдиний „дійсно монетарний короткостроковий індикатор”: кількість грошей в обігу. Перевага використання грошової маси в якості індикатора полягає в тому, що вона знаходиться в компетенції виключно представників монетарної влади, тільки вони володіють методами, необхідними для такого контролю. Вибір даного індикатора пояснюється тим, що грошова маса, яка знаходиться в обігу, забезпечує краще вимірювання пропозиції грошей, тоді як інші елементи банківської діяльності (норми резервів, об'єм кредитів) відрізняються неоднозначною інтерпретацією. Окрім цього, влада центрального банку над пропозицією грошей є достатньою для того, щоб кількість грошей в обігу була індикатором грошово-кредитного стану на конкретний момент: безперервне збільшення темпів росту грошей означає, що монетарна влада сприяє цьому, і навпаки. Зміни в зростанні грошової маси викликають три різних ефекти, які входять в дію послідовно і змінюють з часом зміст відношення між пропозицією грошей і процентною ставкою. Першим виступає „ефект ліквідності”: купуючи цінні папери на грошовому ринку, центральний банк збільшує грошову масу і одночасно піднімає вартість цінних паперів, тобто знижує процентну ставку. В міру

того, як зростання грошової маси здійснює свій експансіоніський ефект на валовий дохід, попит на кредит збільшується, в результаті чого з'являється тенденція до росту процентної ставки. До цих двох кейнсіанських ефектів, „ефектам ліквідності і доходу”, додається третій, який на думку монетаристів, є переважним в довгостроковому періоді: „ефект очікування підвищення цін”, в даному випадку якщо економічні агенти, кредитори, позичальники передбачають підвищення цін, то вони відповідно вимагають і збереження реальної вартості позиченого капіталу. Таким чином, існує взаємозв'язок між процентною ставкою і рівнем інфляції, і політика кредитної експансії, яка в короткостроковому періоді викликає зниження процентної ставки, в більш-менш тривалому періоді буде проявлятися в підвищенні процентної ставки в тих межах, в яких вона викликає інфляцію.

Варто зазначити, що пропозиція грошей є одним з складників механізму монетарного регулювання, що визначається центральним банком, має нееластичний характер і використовується як один із основних важелів державного впливу на економіку. З огляду на економічну кон'юнктуру та набір основних цілей монетарної політики центральний банк визначає величину пропозиції грошей. Зміна пропозиції грошей впливає на цілу низку макроекономічних чинників, серед яких реальний обсяг виробництва, ціни, зайнятість тощо. В умовах сучасного розвитку ринкової економіки пропозиція грошей формується в напрямку емісійних та кредитних характеристик.

При визначенні потенційних можливостей розвитку емісійного процесу та прогнозування динаміки грошової маси важливе місце займає показник грошової бази (monetary base). За змістом грошова база - це об'єднаний показник резервних грошей наявної в країні банківської системи, на підвалинах якої через ефект кредитного мультиплікатора формується загальна маса грошей, що знаходяться в обігу. Тому грошову базу називають ланкою «сильних» грошей (highpower money). Цією назвою підкреслюється особлива функція грошової бази в дійсній системі грошової емісії. Ця функція порівнюється з роллю своєрідного замітника золотого резерву в минулому, який також був основою емісії паперових (кредитних) грошей.

Однак варто зазначити, що для того, щоб грошова маса могла слугувати індикатором монетарної політики її статистичний зміст має легко вимірюватись. Можливість кількісного вимірювання грошової маси має важливе значення для забезпечення економічної стабільності та прогнозованості економічного розвитку, так як зміна кількості грошей в обігу, впливає на цінову стабільність, валовий продукт, а також на ряд інших макроекономічних показників в країні.

Існує багато визначень грошового агрегату, його складу в залежності від співвідношення фінансових активів, які не будучи безпосередньо платіжними засобами, прирівнюються до грошей. Нині грошова маса існує у формі: готівкових знаків (банкноти та розмінні монети); грошових коштів на банківських рахунках різних видів (депозитні гроші); деяких видів цінних паперів (вексель, чек) та ін. Окремі країни до грошової маси зараховують облігації державних позик, скарбничі векселя, комерційні цінні папери тощо. Для визначення обсягу та структури грошової маси в банківській практиці застосовується відповідний набір грошових агрегатів - M1, M2, M3 та ін. Грошовий агрегат – це специфічний показник грошової маси, яка характеризує визначений набір її елементів залежно від ліквідності, грошові агрегати в кожній країні визначаються законодавчо, проте, кількість агрегатів, які використовуються в статистичній практиці окремих країн неоднакова, це пояснюється суттєвими відмінностями в спектрах активів, в конкретних регуляторних цілях монетарної політики певної країни. Грошові агрегати будуються приєднанням до попередніх величин нових грошових компонентів (кредитних інструментів) у послідовності, що характеризує зменшення їхньої ліквідності. Тобто кожний наступний грошовий агрегат містить попередній плюс новий блок фінансових активів.

Будь-який механізм повинен включати в себе суб'єкт, який функціонує за допомогою певних форм та методів, і зумовлює можливість існування даного механізму. Дії, які здійснює суб'єкт механізму монетарного регулювання, їх якість та інтенсивність, обґрунтовують перебіг процесів та їх спрямованість на об'єкт регулювання.

Суб'єктами монетарного механізму виступають Центральний банк країни, комерційні банки та інші фінансово-кредитні установи. Особливе місце в ринковій економіці посідає Центральний банк, який є вузловим елементом механізму монетарного регулювання, виступає центром грошово-кредитної системи національної економіки, головною функцією якого реалізація грошово-кредитної політики, є контроль та регулювання пропозиції грошей у країні. Окрім цієї, центральний банк виконує низку інших функцій – здійснює емісію національної валюти, зберігає золотовалютні резерви країни та обов'язкові резерви комерційних банків, виступає міжбанківським розрахунковим центром, здійснює касове обслуговування уряду тощо.

Ефективність функціонування механізму монетарного регулювання залежить від правильно підібраних монетарних інструментів та обрання Центральним банком оптимального монетарного режиму для даної країни. Забезпечення ефективності впливу монетарних інструментів на макроекономічні змінні визначається ступенем щільності зв'язків між даними інструментами та результатами, отриманими від їх запровадження. Для використання кожного з монетарних інструментів має бути визначено конкретну ціль, досягнення якої він має забезпечити. Основними інструментами механізму монетарного регулювання, якими оперує Центральний банк є: норма обов'язкових резервів; облікова ставка; операції на відкритому ринку. Використання цих інструментів визначає проведення певного виду стабілізаційної монетарної політики. Важливим аспектом вивчення механізму монетарного регулювання є аналіз монетарних режимів як його складової. Режими монетарної політики в сучасному розумінні ввійшли в практику грошово-кредитного регулювання з початку 70-х років ХХ століття. В другій половині ХХ століття антиінфляційна політика стала основним пріоритетом діяльності центральних банків більшості країн світу. Було вироблено методи монетарної політики, які базувались на принципах підзвітності автономного центрального банку суспільству, прозорості його політики і передбачали використання чітко структурованої системи цільових орієнтирів монетарної політики. Поступово в світі сформувалась система монетарного регулювання, в рамках якої, для досягнення

основної довгострокової цілі монетарної політики офіційно оголошується проміжний цільовий орієнтир (номінальний якір). Функції номінального якоря – стабілізація інфляційних очікувань та дисципліна монетарної політики. Номінальний якір відображає прагнення монетарної влади досягнути певної змінної номінальної цілі (таргет, target – (англ.) мета): динаміки грошової маси (монетарний якір, монетарне таргетування), показника інфляції (інфляційний якір, таргетування інфляції). Ще одним типом номінального якоря є фіксація або прив'язка ціни національної грошової одиниці, вираженої в іноземній грошовій одиниці – таргетування обмінного курсу. В даному випадку країна приймає номінальний якір іншої країни або групи країн.

Монетарні інструменти макроекономічного регулювання слід розглядати як головні знаряддя впливу на національну економіку в умовах розвинутого ринкового середовища. Аналізуючи структурну будову монетарного механізму, варто зазначити, що в організації грошово-кредитних відносин приймає участь вся банківська система, а відтак основними підсистемами в даному механізмі варто виділити: 1) грошово-кредитне регулювання, здійснення якого є базовою функцією центрального банку; 2) організація грошово-кредитних відносин на мікрорівні – через реалізацію комерційними банками своїх функцій з метою ефективного розвитку грошово-кредитних відносин суспільства. В підсистемі грошово-кредитного регулювання виділенні методи та інструменти (норма обов'язкових резервів; облікова ставка; операції на відкритому ринку) впливу на грошовий обіг для окреслення напрямку проведення монетарної політики. Підсистема функціонування комерційних банків та інших фінансово-кредитних установ передбачає визначення переліку операцій, які здійснюються цими установами та їх вплив на реальний сектор економіки. Матеріально - речова, або фізична економіка (really economy) охоплює ресурси – працівників, природні багатства, капітал (засоби виробництва) та виготовлені життєві блага.

Дія механізму монетарного регулювання ґрунтується на взаємодії між попитом та пропозицією грошей і охоплює цілий комплекс різних інститутів:

центральний банк, комерційні банки, фінансово-кредитні установи, які складають організаційну будову механізму монетарного регулювання.

Варто зазначити, що сутність механізму монетарного регулювання проявляється через його функції. До основних функцій механізму монетарного регулювання, на думку автора, можна віднести: забезпечення реалізації грошово-кредитного регулювання економіки; узгодження і забезпечення передачі імпульсів на реальну економіку; створення умов для розв'язання суперечностей стосовно реалізації конкретних макроекономічних цілей.

Отже, потрібно зазначити, що механізм монетарного регулювання можна трактувати як систему форм та методів грошово-кредитного регулювання, сукупність функціональних монетарних інструментів, які використовуються центральним банком та через дію монетарної трансмісії забезпечують вплив на суб'єктів реального сектору економіки та макроекономічні показники.

Підсумовуючи дослідження сутності та структури механізму монетарного регулювання, слід зупинитися на таких основних моментах. По-перше, механізм монетарного регулювання – це складна система, яка потребує при управлінні нею врахування особливостей економічного розвитку країни. По-друге, це дієвий механізм, який дає змогу вирішити ряд проблем від забезпечення безінфляційного грошового обігу, як основного чинника формування належних умов для успішного перебігу ринкових перетворень, до вирішення стратегічних цілей економічного розвитку (стабільне зростання, низький рівень безробіття, рівновага платіжного балансу).

1.2. Монетарна трансмісія в теоріях грошово-кредитного регулювання

Питання механізму передачі грошових імпульсів реальним процесам в економічній системі є одним з найскладніших і найбільш спірних у сучасних монетарних концепціях. Враховуючи виняткову складність господарського механізму доцільним є пошук лише найстійкіших і систематично повторюваних

закономірностей. Фізична й монетарна економіки утворюють складну єдність. Монетарна економіка не лише обслуговує реальну (фізичну) економіку, а й впливає на неї через відповідні інструменти монетарного регулювання.

Перше розмежування реальних і грошових сторін господарського життя зробили ще античні філософи Аристотель, Ксенофонт і Платон. Особливе місце серед них належить Аристотелю, який висловив думки щодо даної проблеми. Аристотель говорив, що усі господарські операції, які відображають виробництво, добування, фізичне переміщення і споживання певних благ, відносяться до реальної або фізичної економіки. Натомість, усі операції в результаті яких кількість реальних цінностей залишається незмінною, а змінюються лише їх власники - операції купівлі-продажу товарів або розподіл прав на їх придбання, наприклад, фіскальні вилучення грошових доходів - це відображення грошової сторони економіки [214, с.57].

Варто зазначити, що як в теоретичному так і в практичному аспектах монетарної політики значне місце посідає проблематика визначення сутності трансмісійного механізму, виділення основних його каналів та вивчення специфіки їх дії. Визначення значущості того чи іншого з них дає змогу краще зрозуміти взаємозв'язок між фінансовим та реальним секторами економіки і на цій основі приймати рішення щодо тактичних цілей грошово-кредитної політики. Проведене нами дослідження монетарних трансмісійних механізмів показує, що однорідні, з однаковими каналами та об'єктами впливу монетарні трансмісії в практичній економіці не функціонують, з огляду на різноманітність макроекономічних умов в кожній з економічних систем. Представники провідних економічних шкіл для пояснення дії передавального механізму визначають різні об'єкти та трансмісійні канали передавального механізму і відповідно виділяють різні його індикатори (додаток Б).

Механізм монетарної трансмісії, через який монетарна політика впливає на реальний сектор економіки є предметом обговорення в економічній науці, передусім між представниками монетаристської та кейнсіанської шкіл.

Вперше концепція трансмісійного механізму була сформульована

Дж. М. Кейнсом. Трансмисійним, або передавальним, механізмом він назвав систему змінних, через яку пропозиція грошей впливає на економічну активність [67, с. 119]. В кейнсіанській теорії основним завданням державного регулювання є забезпечення ефективного платоспроможного попиту. В рамках теорії регульованого сукупного попиту була обґрунтована необхідність державного втручання в економіку за допомогою грошово-кредитних методів: антициклічне регулювання через експансіоністську грошово-кредитну політику, що уможливує боротися з кризами та безробіттям, антиінфляційне регулювання шляхом застосування рестрикційних заходів. Використання наведених вище заходів передбачає реалізацію політики дискретного (компенсаційного) регулювання, вектори реалізації якої залежать від циклічності розвитку економіки.

За логікою кейнсіанства, держава повинна активно втручатися в економічне життя суспільства [67, с. 124]. Грошово-кредитний напрям такого втручання зосереджується на регулюванні процентних ставок як основної тактичної цілі у реалізації стратегічних завдань економічного розвитку. Залежно від ступеня еластичності попиту на гроші буде змінюватись ставка відсотка при збільшенні або зменшенні кількості грошей. На рис. 1.2. відображено два випадки: перший, коли зміна кількості грошей не впливає на величину відсоткової ставки та рівень доходу, виникає так звана «ліквідна пастка» в даному випадку LM буде горизонтальною, другий випадок. коли попит на гроші є цілком нееластичний по відношенню до відсоткової ставки і залежить лише від доходу, тоді крива LM буде вертикальною.

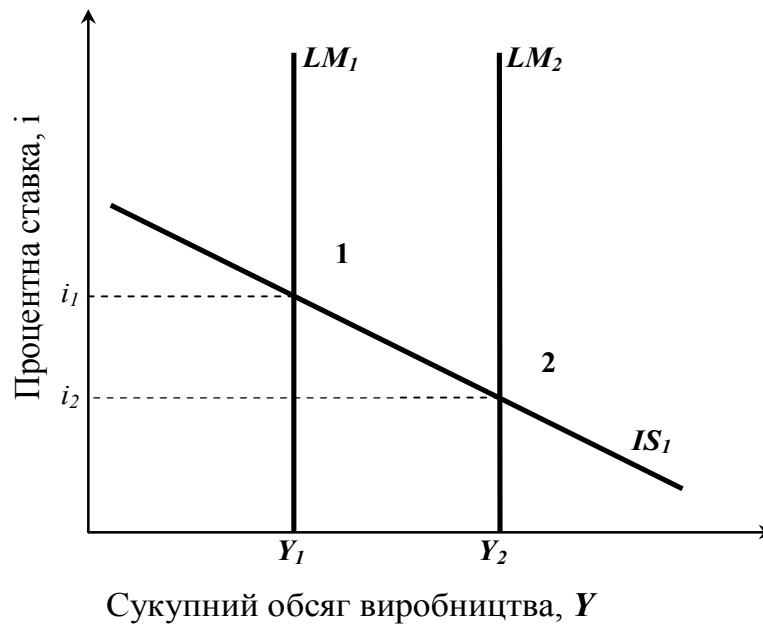


Рис. 1.2. Реакція на стимулюючу монетарну політику [55, с. 127]

У теорії Дж. М. Кейнса потреба економіки в грошових коштах нестабільна, оскільки визначається суб'єктивними моментами. Непередбачуваною виступає і швидкість обігу грошей, яка змінюється залежно від фаз економічного циклу. Таким чином динаміку обсягів виробництва, рівня зайнятості і цін, визначає не грошова пропозиція, а процентна ставка, яка домінує у впливі на стан господарської кон'юнктури через реалізацію політики «дешевих» або «дорогих» грошей, яка здійснюється шляхом зміни грошової пропозиції.

Практичні заходи з реалізації центральним банком політики «дешевих» грошей пов'язані з купівлею державних цінних паперів на відкритому ринку, що підвищує ціну на них при одночасному зниженні дохідності й ринкової ставки процента. Та ж ситуація виникає у разі зниження резервних вимог та облікової ставки, коли лібералізуються умови надання кредитів банківською системою, в результаті чого зростання пропозиції кредитних ресурсів зменшує їхню ціну – процент. Зворотні ж операції центрального банку зумовлюють і відповідну протилежну реакцію грошового ринку, що виражається у підвищенні загального рівня процентних ставок. Таким чином кенсіанська модель трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, відображає залежність величини грошової маси, кількість якої впливає на рівень процентної ставки, а процентна ставка в свою чергу впливає на норму прибутку та

інвестиції, як знаємо від величини інвестицій через мультиплікативний ефект залежить розмір національного доходу.

Отже, маніпулюючи інструментами грошово-кредитної політики та впливаючи у такий спосіб на пропозицію грошей, можна змінювати рівень процентних ставок, що, зрештою, позначається на обсязі виробленого суспільством національного продукту й рівні зайнятості. За умов недовантажених виробничих потужностей і надлишку пропозиції на ринку робочої сили кейнсіанці пропонують провадити політику «дешевих грошей» до моменту досягнення макроекономічної рівноваги. І навпаки, в разі посилення загрози наростання інфляційних тенденцій в економіці пропонується здійснювати зворотні заходи, спрямовані на підвищення рівня процентних ставок, тобто політику «дорогих грошей».

Найсильніше на зміну процентної ставки реагують інвестиційні видатки, менш вираженою є реакція споживчих видатків. Вплив змін процентної ставки на інвестиційні видатки є вагомим тоді, коли на грошовому ринку відбулося помітне зниження процентної ставки. За інших рівних умов у цьому разі відбудеться збільшення сукупного попиту за рахунок розширення інвестиційних видатків, а відтак і збільшення обсягу національного виробництва. Схематично вплив зниження процентних ставок унаслідок збільшення пропозиції грошей на обсяг національного продукту можна зобразити наступним чином: $M\uparrow - i\downarrow - I\uparrow - AD\uparrow - Y\uparrow$.

Отже, збільшення пропозиції грошей знижує ринкові процентні ставки, що стимулює збільшення інвестиційних та інших видатків, чутливих до ставок процента. В результаті підвищується сукупний попит, що сприяє зростанню виробництва й зайнятості.

Механізм дії політики «дорогих грошей» полягає в тому, що через згортання сукупного попиту досягається зменшення обсягу національного виробництва, доходів і відповідно зниження темпів зростання цін. Схематично вплив стримувальної монетарної політики на національну економіку через ефект процентної ставки можна зобразити так:

$$M\downarrow - i\uparrow - I\downarrow - AD\downarrow - Y\downarrow - P\downarrow,$$

де P - рівень цін у національній економіці.

З аналізу кейнсіанських принципів дії передавального механізму випливає, що внаслідок монетарної політики змінюється процентна ставка, що позначається на інвестиційних видатках, а відтак і на обсязі національного виробництва. Проте слід зазначити, що існує і зворотний зв'язок: рівень ВВП впливає на рівноважну процентну ставку. Річ у тім, що операційний компонент кривої попиту на гроші прямо залежить від рівня номінального ВВП. Це означає, що збільшення ВВП, викликане політикою «дешевих грошей», підвищує попит на гроші, що почасти нейтралізує імпульси «дешевих грошей» до зниження процентної ставки. Політика «дорогих грошей» зменшує номінальний ВВП і водночас звужує попит на гроші та послабляє імпульс до підвищення процентної ставки, спричинений політикою «дорогих грошей» [141, с. 267].

Не варто залишати поза увагою і те, що монетарна політика впливає на реальний сектор економіки і через, так званий, ефект багатства, який пов'язаний із впливом процентної ставки на ціну таких фінансових активів, як акції та облігації. Споживчі видатки економічних агентів залежать від величини їх багатства, яке, в свою чергу, складається з різних активів – реальних і фінансових. Якщо пропозиція грошей зростає ($M\uparrow$), то процентні ставки падають ($i\downarrow$), а ринкові ціни облігацій, а потім акцій зростають. Зростання курсової вартості цінних паперів ($Ps\uparrow$) збільшує величину багатства ($W\uparrow$) власників цінних паперів за рахунок приросту капіталу, і тому вони збільшують поточне споживання ($C\uparrow$). Аналогічним чином, розширення грошової маси призводить до зростання вартості землі і майна ($Pr\uparrow$), результатом чого стає зростання добробуту домашніх господарств і відповідне зростання споживання. Наслідком зростання споживчого попиту є зростання реального обсягу виробництва ($Y\uparrow$): $M\uparrow - i\downarrow - Ps, Pr\uparrow - W\uparrow - C\uparrow - Y\uparrow$

Не варто залишати в даному випадку поза увагою і Q -теорію Тобіна. Згідно з цією теорією, інвестиційні витрати фірми залежать від співвідношення ринкової вартості фірми на фондовому ринку стосовно

відновлюваної вартості капіталу (q). Зростання показника q понад одиницю свідчить про збільшення стимулів до розширення інвестиційних витраток ($I\uparrow$), що призводить до розширення реального обсягу виробництва ($Y\uparrow$). Схематично вплив зміни ціни акцій на сукупний випуск такий: $M\uparrow - i\downarrow - Ps\uparrow - q\uparrow - I\uparrow - Y\uparrow$

З огляду на проведений аналіз дії передавального механізму з точки зору кейнсіанської теорії, автор пропонує схематичне зображення дії передавального механізму грошового імпульсу на стимулювання ВВП (рис. 1.2).

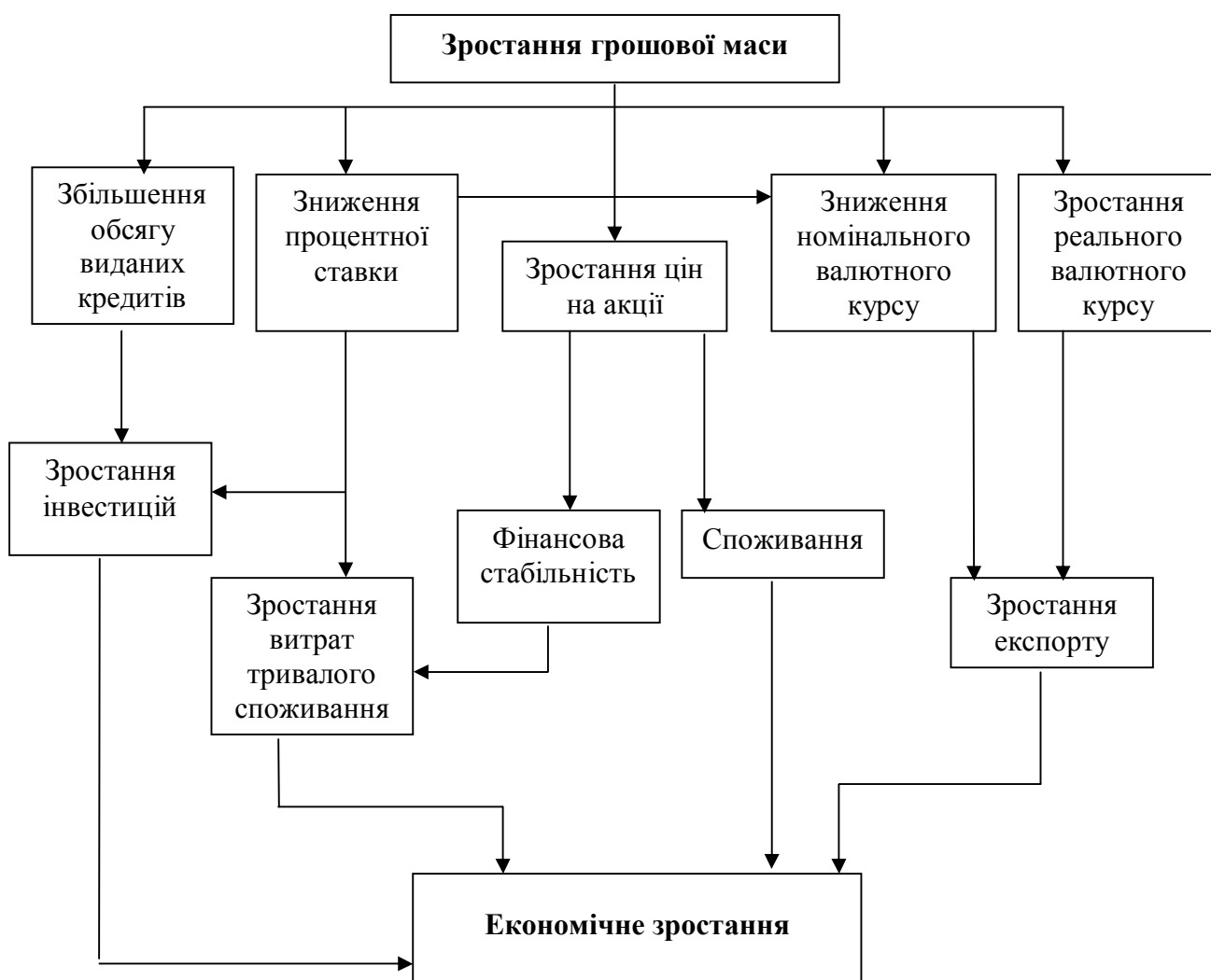


Рис. 1.2. Передавальний механізм грошового імпульсу для стимулювання економічного зростання в кейнсіанській моделі³

Розглянувши концепцію передавального механізму кейнсіанської теорії, варто зазначити, що вона не вирішує проблем без інфляційного зростання валового продукту, забезпечення повної зайнятості без стимулювання при цьому інфляційних

³ Джерело: складено автором

процесів, а також не знаходить ефективних методів боротьби з інфляцією, при цьому не поступаючись виробничим спадом та зростанням безробіття.

Варто відзначити, що запропонована Дж. М. Кейнсом теорія грошово-кредитного регулювання була значною мірою абстрагована від цінового фактора, що виражалось в ігноруванні можливості зростання темпів інфляції за умов неповної зайнятості і виробничого спаду, тоді як післявоєнний стан національних господарств західних країн (60 – 70 - ті роки) відзначався таким явищем як стагфляція, при якій відомі методи стабілізації взаємодоповнюючи один одного, формують своєрідне хибне коло, так як методи боротьби з інфляцією породжують зниження темпів економічного зростання та збільшення рівня безробіття, а намагання боротися з безробіттям та економічним спадом має наслідком зростання темпів інфляції в країні.

У 70 - ті роки ХХ століття економіки ряду країн зіткнулися з проблемою зростання інфляції пропозиції, яка була результатом суттєвого стрибка цін на енергоресурси на світовому ринку. Проблемна економічна ситуація, яка склалася в країнах з ринковою економікою, зростання темпів інфляції, розвиток валютних диспропорцій змусили провідних економістів переглянути основні методи монетарного регулювання. Невдалі спроби традиційного регулятивного впливу на економіку зумовили відродження неокласичної школи, доктрини якої обґрунтовували погляди на ринкову економіку здебільшого як на саморегульовану систему, визначаючи тим самим необхідність зведення до мінімуму державного втручання в економічні процеси. За словами М. Фрідмена, існують досить жорсткі межі тієї корисності, яку держава може принести економіці, проте немає майже ніяких меж тієї шкоди, яку вона може заподіяти [238, с.22]. М. Фрідмен значну увагу приділив питанню формування грошового попиту. Монетаристи трактували попит на гроші як виключно функцію „постійного доходу”, згідно з якою співвідношення касових залишків і величини номінального доходу із зростанням останнього не зменшується, як це має місце в кейнсіанських теоріях, а залишається незмінним, мається на увазі, що наслідком кожної додаткової величини отриманого доходу адекватно зростає і обсяг особистого споживання. У цьому контексті

важливе значення надається визначенню впливу норми відсотка на співвідношення попиту на гроші та величини номінального доходу. На підставі емпіричних досліджень монетаристи дійшли висновку, що цей вплив є мінімальним, попит на гроші виступає як суто екзогенний чинник економіки і його слід розглядати не як чинник функціонування процесу виробництва, а як один із елементів попиту на результати виробництва, як частку попиту на багатство.

Керуючись принципами монетарної теорії слід зазначити, що на думку її представників, гроші вважаються провідним чинником, який визначає розвиток господарської кон'юнктури й економічного циклу в цілому. Такий підхід ґрунтується на ідеї про екзогенний (стосовно економічних процесів) характер грошової сфери, йдеться про те, що економічні кризи зумовлюються значними коливаннями темпів зростання грошової маси, які призводять до не передбачуваних і несподіваних змін попиту: кожному спадові виробництва передують зменшення обсягів грошової маси, а кожному піднесенню - навпаки, збільшення.

Згідно монетаристської концепції боротьби з інфляцією, основною умовою є жорстке обмеження сукупного попиту, яке можна досягти через використання методів рестрикційної грошово-кредитної політики та кероване управління зростанням грошової маси згідно „монетарного правила” М. Фрідмена, який стверджував, що "єдиним ефективним способом зупинення інфляції є обмеження темпів зростання кількості грошей, які є в обігу” [198, с. 67]. Згідно з монетаристським підходом помірне зростання грошової маси забезпечує цінову стабільність та високий рівень зайнятості, а також наближення фактичного обсягу валового продукту до потенційного рівня. Згідно «монетарного правила» центральний банк покликаний забезпечити стабільний та допустимий в даній економічній ситуації темп приросту грошової маси, який в свою чергу не має коригуватися в залежності від спаду чи зростання в економіці. Важливість встановлення числового орієнтира по темпах зростання не враховується, основним моментом має бути безпосередня дотримання правила зростання грошової маси не залежно від кон'юнктури ринку.

Е. Фелпс та М. Фрідмен висунули ідею, що потрібно відмовитись від короткострокової політики кон'юнктурного регулювання, яке, на їхню думку, може призвести до непередбачуваних стрибків грошової маси, натомість центральний банк має проводити політику довгострокового впливу на економіку. При досягненні довгострокової рівноваги, зазначали вчені, встановлюється природний рівень безробіття і в даному випадку «уряд не в змозі за власним вибором за допомогою грошової та фіскальної політики досягти певного рівня норми безробіття і темпів інфляції, якщо бажаний рівень безробіття не збігається з природним рівнем» [199, с. 84]. Зростання темпів інфляції буде обов'язковим наслідком при намаганні державою досягти рівня безробіття нижче природного рівня.

На думку монетаристів довгострокова монетарна стабілізаційна політика не впливає на величину зайнятості і темпи економічного зростання. Представники монетарної теорії стверджують, що реалізація грошово-кредитної політики має відбуватися в рамках контролю за рівнем та темпами зростання інфляції, визначивши це основним завданням монетарної політики.

Рекомендації монетаризму щодо підтримання стабільних темпів зростання грошової маси незалежно від кон'юнктури і циклічних коливань визначають також відмінний від кейнсіанської концепції передавальний механізм грошово-кредитного регулювання, що вказує на прямий зв'язок між пропозицією грошей та номінальним ВВП. Взаємозв'язок між реальною та грошовою економіками монетаристи пояснюють через трансмісію грошових імпульсів від грошової маси через зміну вартості грошей в результаті змін сукупного попиту на зростання рівня цін (рис. 1.4).



Рис. 1.4. Механізм передачі грошового імпульсу на рівень цін в монетаристській моделі⁴

Отже, можна зробити висновок, що у довгостроковому періоді грошові імпульси які впливають на обсяг грошової пропозиції через зміну грошової маси в результаті позначаються лише на динаміці цін в економіці і не впливають на обсягу реального продукту та рівень зайнятості.

Аналізуючи концепцію монетаристського передавального механізму варто зазначити, що вона не передбачає вивчення складної структури взаємозв'язків в господарському механізмі, як це пояснюється кейнсіанською теорією, а зосереджуються лише на сфері обігу, стверджуючи при цьому, що спектр впливу монетарного регулювання на економічні процеси є досить широким і це унеможлиблює чітке відображення всіх наявних каналів передачі грошових імпульсів з прямими та зворотними діями в одній моделі трансмісійного механізму.

Слід зауважити, що як кейнсіанську так і монетаристську моделі грошово-кредитного регулювання слід оцінювати критично, запозичуючи з кожної моделі

⁴ Джерело: складено автором

положення, придатні для застосування на певному етапі розвитку економіки країни. Заходи грошово-кредитного регулювання у розглянутих кейнсіанських та монетаристських теоріях, спрямовані на досягнення одних і тих же цілей, проте різними методами. Якщо кейнсіанці на перший план висувають стабільність економічного зростання, навіть ціною помірної інфляції, то монетаристи вважають за необхідне шляхом послідовної, передбачуваної політики помірного приросту грошової маси підтримувати стабільність цін, що на довгострокових часових інтервалах також сприяє забезпеченню високої зайнятості та економічному зростанню. Як зазначалось нами раніше, не існує однорідного механізму монетарної трансмісії, універсального для всіх типів економічних систем та різних етапів економічного розвитку, вирішення тих чи інших економічних проблем потребує окремого підходу до вибору інструментів та методів державного регулювання, однак при різних економічних умовах ми можемо ефективно використовувати як кейнсіанський так і монетаристський варіанти передавального механізму. Розвиток економічних процесів є настільки складним і багатограним, що потребує використання в різних ситуаціях елементів, як кейнсіанської, так і монетаристської моделей регулювання економічних процесів, в залежності від ступеня розвитку економічних процесів в країні.

Звісно, якщо ефективність грошово-кредитної політики визначається точністю вказаних розрахунків та ще й з урахуванням часового лагу, то вплив регулятивного процесу на функціонування економічної системи не завжди може призвести до очікуваного результату, оскільки нерозвиненість ринкових інститутів у перехідній економіці не створює належних гарантій того, що передавальні механізми регулювання спрацюватимуть саме так, як це обґрунтовано у кейнсіанській чи монетаристській теоріях (див. рис. 1.3 і 1.4).

Слабкі місця відповідних схем грошово-кредитного регулювання, з одного боку, пов'язані передусім з імовірністю непередбачуваної динаміки процентних ставок на ринку внаслідок значних коливань сукупного попиту та інфляційних очікувань, а з другого - з відсутністю у центрального банку можливостей жорсткого контролю за всіма агрегатами грошової маси або принаймні сприяння встановленню стійких

тенденцій їх зміни, оскільки недостатній розвиток і відпрацьованість ринкових регулятивних інструментів у перехідний період не забезпечує адекватної реакції економічних агентів на їх застосування.

Як бачимо з аналізу кейнсіанської та монетаристської концепцій грошово-кредитного регулювання, трансмісійний механізм є складною системою, сукупністю різного роду взаємозв'язків прямої та зворотної дії між процентними ставками, грошовою масою, обсягом інвестицій, динамікою цін, зміною ВВП. З огляду на це потрібно використовувати різні елементи передавального механізму залежно від економічної ситуації.

Сучасна економічна наука не має остаточної відповіді на те, як зміни в монетарній політиці впливають на реальний та фінансовий сектори економіки. Як наслідок, сучасне розуміння механізму грошової трансмісії містить широкий діапазон методів впливу монетарної політики на економічну систему. Найчастіше передатний процес розглядається як дія трьох елементів: регулювання портфеля, наявності кредитних ресурсів та ефекту багатства. Загалом дослідження конкретних специфічних передатних механізмів грошово-кредитної політики можна проводити з двох пов'язаних між собою позицій:

- за методом впливу - через які саме вартісні і кількісні фінансові змінні діє монетарна політика: процентну ставку, валютний курс, ціну активів, обсяги кредитування;
- за характером впливу - на який саме компонент сукупного попиту впливає грошово-кредитна політика: інвестиційний попит, споживчий попит, чистий експорт [116, с. 87].

На наш погляд, систематизувати канали можна і за певними класифікаційними ознаками, зокрема:

- за структурою каналу: деякі канали є лінійним ланцюгом взаємопов'язаних змінних, а деякі – мережевою структурою, яка відображає багатоканальну дію певного параметра на інфляцію та економічне зростання;
- за силою зв'язків, які формують канал. Сила впливу зміни одного параметра на інший відображається через рівень його еластичності;

- за наявністю зворотних зв'язків у структурі каналу, наприклад, якщо трансмісійний канал містить зворотні зв'язки, тобто має місце зворотна дія певної результативної змінної на валютний курс, процентну ставку чи іншу попередню змінну, називатимемо такий канал трансмісійним каналом із зворотним зв'язком.

Основними методами (каналами) впливу можна виділити: канал процентних ставок, канал валютного курсу, канал ціни активів і кредитний канал. Канал процентних ставок є одним з перших досліджених механізмів впливу грошово-кредитної політики на економічну систему і описує вплив центрального банку на економіку через регулювання процентних ставок. Досліджуючи кейнсіанську теорію, ми розглянули принцип дії каналу процентних ставок, яку можна представити класичною *IS* – кривою кейнсіанської моделі. Однією з найважливіших характеристик даного каналу є ступінь впливу дії центрального банку на короткострокові процентні ставки грошового ринку, а також зміна співвідношення різних процентних ставок. Ступінь і часові лаги впливу центрального банку на процентні ставки грошового ринку залежать, насамперед, від структури фінансового ринку, а також від очікувань суб'єктів грошового ринку.

Виходячи з сучасного трактування дії каналу процентних ставок вважаємо, що схема передачі регулюючих імпульсів по процентному каналу трансмісійного механізму реальному сектору економіки може виглядати наступним чином (рис. 1.5).

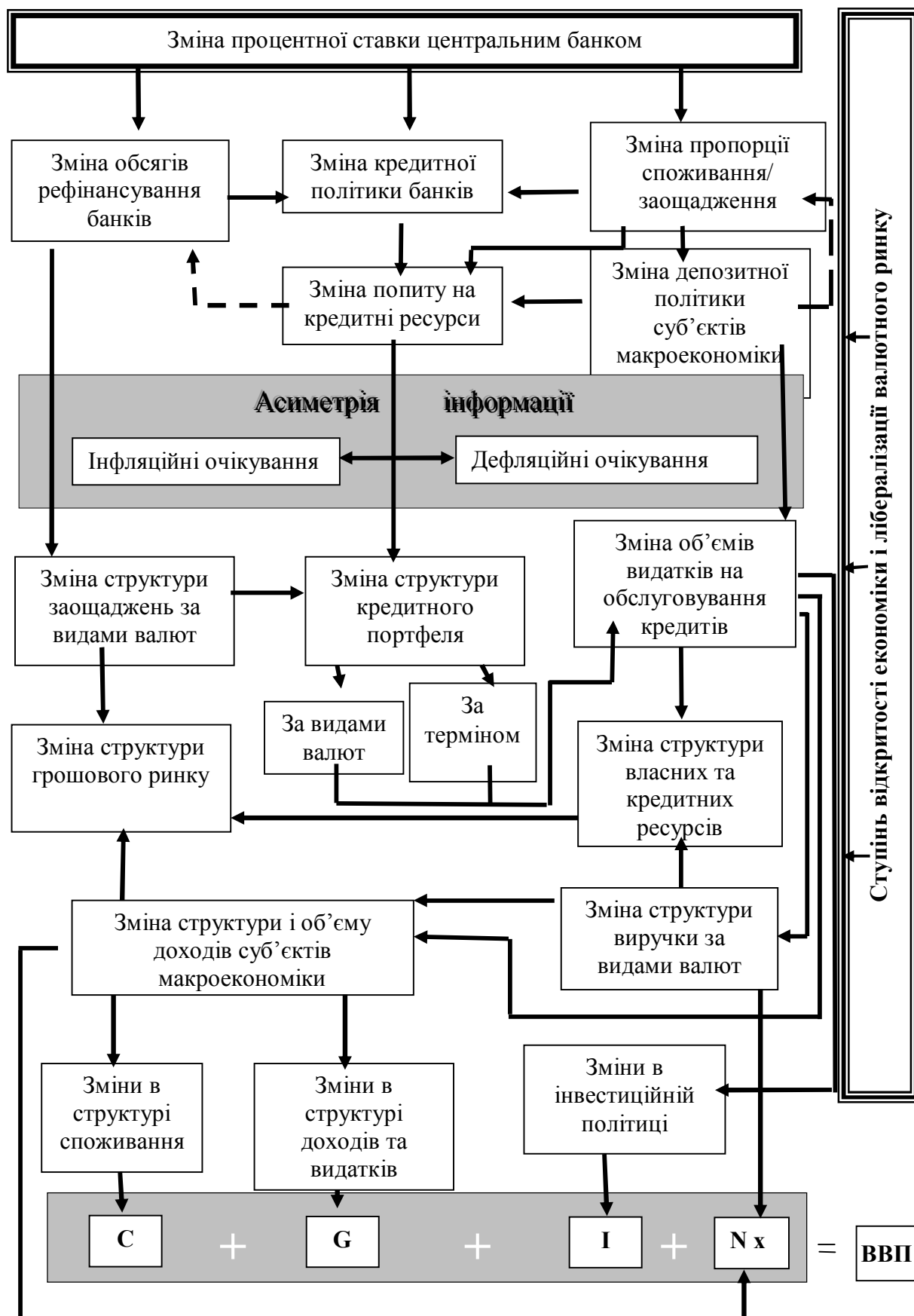


Рис. 1.5. Схема передачі регулюючих імпульсів через процентний канал монетарного трансмісійного механізму⁵

⁵ Джерело: складено автором

Даний підхід дозволяє відійти від узагальнень більшості процесів, які відбуваються як в економіці країни загалом, так і в грошово-кредитній сфері. При цьому виділення блоку асиметрії інформації (інфляційні та дефляційні очікування) трансформує поведінку і банківського, і реального секторів економіки на грошовому ринку. Адже проблему активізації фінансової участі банківської системи у процесах оздоровлення реального сектору значною мірою можна вирішити на основі зменшення дефіцитів у інформаційному забезпеченні суб'єктів фінансових відносин, так як повнота отриманої інформації суттєво впливає на акцептування тих чи інших рішень економічними агентами. Причиною виникнення інформаційної асиметрії виступає нерівноправний доступ суб'єктів фінансових відносин до інформації про фінансовий та господарський стан суб'єктів господарювання, що спотворює об'єктивність оцінювання можливих ризиків співпраці та кредитоспроможності позичальників та призводить до зростання відсоткових ставок.

Варто зазначити, що в економічній літературі процентний канал часто розділяють на два канали впливу: канал заміщення і канал доходу [11, с. 5]. Дія каналу заміщення базується на поведінці економічних суб'єктів, які схильні заощаджувати або витратити свої кошти в залежності від динаміки короткострокових процентних ставок. Канал доходу характеризується кредитною політикою, наприклад, при зниженні процентних ставок перерозподіляється дохід від кредитора до позичальника, що збільшує його купівельну спроможність, споживання і сукупний попит.

Незважаючи на те, що в теоретичних моделях механізм процентної ставки є основним каналом передавання впливу монетарної політики реальну економіку, емпіричні дослідження в багатьох країнах не змогли виявити чітких кількісних результатів впливу процентної ставки на розширення сукупного попиту. Деякі економісти взагалі вважають, що в реальному житті дія наведеного механізму несуттєва, особливо якщо спостерігається економічний спад [34, с. 12]. Крім того в розвинених країнах процентний канал фактично перестає працювати внаслідок формування нової схеми встановлення довгострокових процентних ставок. Зокрема, в умовах фінансової інтеграції зростання взаємозамінності національних та

іноземних фінансових активів веде до вирівнювання дохідності фінансових активів на різних національних ринках (закон єдиної ціни). Тому на високо інтегрованих ринках довгострокові національні процентні ставки перестають залежати від короткострокових. А це означає, що на національному рівні зв'язок між короткостроковими та довгостроковими процентними ставками переривається, а центральний банк втрачає вплив на довгострокові процентні ставки.

Канал ціни активів визначає вплив грошово-кредитної політики на реальний сектор економіки через зміну відносних цін фінансових і реальних активів. Початкове розуміння даного механізму пов'язане із впливом процентної ставки на ціну таких активів як цінні папери. Пізніше канал ціни активів було доповнено іншими елементами, зокрема зміна пропозиції грошей окрім фінансових активів впливає також на вартість реальних активів: земля, нерухомість та інші активи. Наслідком зміни цін активів є два ефекти, які пояснюються через Q – теорію інвестування Тобіна та ефект багатства, про що говорилося вище в контексті розгляду кейнсіанської теорії грошово-кредитного регулювання.

Варто зазначити, що ряд вчених розглядають в складі каналу цін активів також і канал валютного курсу [110, с. 24]. На нашу думку, канал валютного курсу доцільно виділяти окремо. Для країн з режимом плаваючого курсоутворення цей механізм розглядається як один із головних. Під механізмом валютної трансмісії розуміємо механізм передачі імпульсів, які породжуються діями у сфері валютного регулювання або спонтанними змінами валютного курсу, в фінансовий та реальний сектори економіки, і в кінцевому результаті позначаються на темпах економічного зростання та інфляції. Каналами валютної трансмісії називатимемо шляхи, якими розповсюджується ланцюгова реакція економічних імпульсів, що виникли внаслідок змін у валютній сфері. Залежно від ступеня відкритості економіки, рівня доларизації економіки та величини зовнішнього боргу, можливості протистояти впливам глобальної ліквідності, досконалості функціонування валютного ринку визначається рівень впливу валютного курсу на економіку та ступінь домінування валютного каналу в трансмісійному механізмі. Ступінь відкритості економіки обов'язково потрібно враховувати при аналізі трансмісійного монетарного механізму, оскільки

при значній відкритості економіки більшість економічних змінних піддаються суттєвому впливу обмінного курсу, при цьому варто зазначити, що в транзитивних економіках швидкість такого впливу значно вище, ніж в розвинутих економіках. В даному контексті слід зазначити, що суттєва невизначеність в роботі трансмісійного механізму саме через валютний канал може бути наслідком високої доларизації економіки країни, так як за умов високої доларизації ефективність функціонування механізму монетарної трансмісії зменшується через наявність значних курсових коливань, які важко спрогнозувати і які впливають на фінансовий стан економічних суб'єктів, крім того нерозвиненим є ринок страхування валютних ризиків. Зауважимо, що значних успіхів в дедоларизації вдалось досягти тим країнам, які активно запроваджують режим інфляційного таргетування (Туреччина, Перу), це доводить, що перехід до більш гнучкого курсоутворення та зниження мінливості інфляції сприяють дедоларизації економіки і таким чином підвищують ефективність монетарної трансмісії.

В основі механізму валютної трансмісії - взаємозв'язок короткострокових процентних ставок і динаміки обмінного курсу національної валюти. Поетапно дію валютної трансмісії можна пояснити наступним чином: за умов монетарної експансії центрального банку, яка призводить до зростання пропозиції грошей (грошової маси) ($\uparrow M$), а також, в результаті цього, до падіння внутрішніх процентних ставок ($\downarrow i$), що зменшує попит на національні гроші, оскільки депозити в національній валюті стають менш цікавими економічним агентам, через низькі відсоткові ставки, ніж депозити в іноземній валюті, як наслідок - відбувається падіння обмінного курсу національних грошей ($\downarrow E$). Здешевлення національної валюти робить вітчизняні товари більш привабливими по ціні ніж імпортовані, що стимулює зменшення імпорту та стимулює експортерів, а це означає, що має місце зростання такого складника сукупного попиту як чистий експорт ($\uparrow NX$).

Зростання чистого експорту спричиняє зростання реального обсягу виробництва ($\uparrow Y$). Схематичний вигляд каналу валютного курсу такий:

$$\uparrow M \rightarrow \downarrow i \rightarrow \downarrow E \rightarrow \uparrow NX \rightarrow \uparrow Y$$

Найбільшою мірою наведений механізм проявляється у разі високої мобільності капіталу і високому ступені відкритості економіки. З одного боку, чим більш відкритою є економіка, тим більшого впливу вона зазнає через динаміку чистого експорту внаслідок змін у грошово-кредитній політиці. З другого боку у разі високої мобільності капіталу монетарна експансія спричиняє не лише зниження процентних ставок, але й викликає відплив капіталів ($\downarrow RF$) з країни, що, в свою чергу, призводить до ще більшого знецінення національної валюти. Якщо включити цю додаткову ланку в передатний механізм з валютним курсом, то він виглядатиме так:

$$\uparrow M \rightarrow \downarrow i \rightarrow \downarrow RF \rightarrow \downarrow E \rightarrow \uparrow NX \rightarrow \uparrow Y$$

Достатньо дискусійним серед економістів центральних банків ряду країн є питання про виділення каналу добробуту в монетарному трансмісійному механізмі. Канал добробуту (wealth channel) вперше описується в гіпотезі заощаджень в моделі життєвого циклу Ф. Модільяні та А. Ендо [114, с. 89]. Добробут домогосподарств (заощадження) в гіпотезі виступає головною детермінантою споживчих витрат. В зв'язку з тим, що зміна процентної ставки впливає на цінність довгострокових фінансових активів, її зростання призводить до зниження добробуту та зменшенню споживання. Даний канал функціонує в трансмісійному механізмі центральних банків Австрії, Фінляндії, Бельгії, де причиною зміни добробуту є коливання цін на такі фінансові активи як облігації, акції та ціни на нерухомість в даному випадку добробут впливає не тільки на споживання, але і на житлові інвестиції через ціни на нерухомість.

Досить поширеним серед країн з банкоцентричною моделлю фінансового сектора, таких як, Німеччина, Франція, Японія є кредитний канал монетарного трансмісійного механізму, з огляду на те, що в даних країнах основою фінансового ринку виступаю банки і їх роль в механізмі економічного зростання є визначальною. Значимість кредитного каналу в економіці визначається: наявністю позичальників, які залежать від банківських кредитів та ступенем кількісного впливу монетарної політики центрального банку на об'єми банківських кредитів.

При реалізації монетарної політики центральний банк через кредитний канал може коригувати величину пропозиції кредитних ресурсів та ступінь їх доступності

для економічних агентів, зокрема через такий інструмент як банківські резерви. Вперше в економічній літературі кредитний канал трансмісійного механізму згадується І. Фішером. Основна увага приділяється питанням макроекономічної ролі кредиту в розвитку економіки. Так, на початку 80 – років минулого сторіччя Б. Бернанке, А. Блайндер, М. Гертлер і Д. Стігліц в своїх працях досліджувала вплив банківських кредитів на ринок капіталів. Аналізуючи кредитний канал варто приділити увагу проблемі асиметрії інформації в відносинах між банком та позичальником та її впливу на вартість кредитування реального сектору і ступеня раціонування кредиту банками. На даний час в рамках кредитного каналу виділяють два варіанти трансмісії: вузький канал або канал банківського кредитування та балансовий канал або ефект статей балансу (balance lending channel).

Ідея каналу банківського кредитування вперше була висунута Робертом Руза в 1951 р., а пізніше детально проаналізована Б. Бернанке та А. Блайндером в 1988 році [220, с. 99-100]. Принцип дії каналу банківського кредитування (bank lending channel) полягає в тому, що із збільшенням грошової пропозиції центральним банком в першу чергу зростає об'єм надлишкових резервів комерційних банків. Відповідно до зростання об'єму ліквідних засобів комерційні банки збільшують пропозицію кредитних ресурсів. І навпаки, якщо центральний банк зменшуючи резерви комерційних банків, змушує їх скоротити пропозицію кредитів, то фірми та домогосподарства, які в значній мірі залежать від банківських кредитів, зменшують свої витрати.

В балансовому каналі, модель якого була розроблена Б. Бернанке та М. Гертлером фінансові активи відіграють основну роль та слугують забезпеченням кредитів, що видаються фірмам та домогосподарствам. Тобто, балансовий канал монетарної трансмісії передбачає, що із зростанням грошової пропозиції відбувається зростання цін на фінансові активи. В такому випадку комерційні банки зацікавленні збільшувати обсяги кредитування, зокрема під заставу цінних паперів, ціни на які зросли, і це гарантує в певній мірі повернення наданих кредитів. Інша сторона функціонування балансового каналу передбачає, що падіння цін на фінансові активи при наявності суттєвих інформаційних та агентських витрат

призводить до росту процентної премії, яку виплачують позичальники за зовнішнє фінансування, що в свою чергу провокує зниження об'ємів споживання та інвестицій. Результати досліджень кредитного каналу можуть бути успішно використанні при мікроекономічному аналізі селективного впливу монетарної політики на окремо взяті фінансові установи.

Сучасний апологет монетаризму А. Мелтцер в 1995 р. виділяє монетаристський канал трансмісійного механізму. Даний канал описує прямий вплив грошової пропозиції на ціни активів. Згідно трактувань Мельтцера так як портфельні активи не виступають довершеними субститутами, то через вплив грошово-кредитних інструментів корегується структура накопичених активів та цін на них, що не може не позначитись і на реальному секторі економіки. В монетаристському каналі процентна ставка не відіграє важливої ролі, так як грошово-кредитний імпульс змін передається через грошову базу. Хоча монетаристський канал на рівні макроекономічних моделей і не визнається повноцінним каналом монетарної трансмісії, його можна використовувати в специфічному аналізі, як, наприклад, у випадку нульових процентних ставок в Японії в кінці 1990 – х років.

Варто зазначити, що ряд вчених виділяють канал очікувань в монетарному трансмісійному механізмі, який характеризує вплив змін у грошово-кредитній політиці на очікування економічних агентів щодо майбутніх цін і макроекономічної ситуації та, відповідно, на їхні рішення щодо споживання, заощадження, інвестицій, виробництва [118]. За умови, що грошово-кредитна політика відповідає поставленим цілям, а макроекономічна ситуація є тривало стабільною та передбачуваною – вплив каналу очікувань буде незначним. Однак невизначеність економічної кон'юнктури внаслідок невисокої довіри до урядової та монетарної політики формують песимістичні очікування та блокують стимули до економічного зростання.

Наявність негативних очікувань економічних суб'єктів може зумовити порушення у роботі передавального механізму монетарної політики, нівелювати вплив її інструментів, спричинити значне відхилення фактичних значень від цільових показників монетарної політики. Як результат – неадекватні зміни процентної ставки на

фінансовому ринку або реакції сукупного попиту на динаміку процентної ставки, що дестабілізує кредитний ринок, підриває інвестиційний процес і зменшує вплив монетарної політики на макроекономічні показники. Як бачимо очікування виступають важливим джерелом зміни умов фінансового ринку. На першому етапі монетарна влада здійснює вплив на них, а на другому - скориговані очікування призводять до змін в економічних прогнозах домогосподарств та корпоративного сектору, що відповідно, змінює рішення про поточний рівень споживання та заощаджень, а також впливає на майбутню здатність до споживання. Інвестиційні рішення приймаються під впливом поточного та очікуваного рівня цін та визначають рівень майбутніх прибутків. Цінові рішення можуть залежати від очікуваного темпу зростання індексу інфляції, більше того, він відіграє провідну роль на ринку праці, оскільки впливає на майбутній одноразовий дохід домогосподарств та витрати компаній.

Варто зазначити, що важливу роль в будь-якому каналі трансмісійного механізму відіграють інфляційні очікування, так як вони впливають і на реальні процентні ставки, і на обмінний курс, сукупний попит, доходи та ціни. В економічній теорії здебільшого вважається, що очікування є раціональними, проте результати емпіричних досліджень доводять, що інфляційні очікування характеризуються різним ступенем перспективності та ретроспективності і чим більш перспективними є інфляційні очікування, тим ефективнішим є вплив центрального банку на інфляцію.

Найбільш актуальною є проблема стабілізації інфляційних очікувань на потрібному рівні для ефективного впливу на сукупний попит в трансформаційних економіках. На початковому етапі трансформації економіки, в період високої та нестабільної інфляції, більш ліберальна монетарна політика може формувати в економічних агентів негативні інфляційні очікування. Таким чином, в короткостроковому періоді крива Філіпса може бути вертикальною, що пояснюється гіперчутливістю інфляційних очікувань до змін в монетарних умовах з огляду на недавні епізоди гіперінфляції та нестабільності. На дієвість монетарного трансмісійного механізму може впливати і мінливість інфляції. Так як в умовах

частих змін рівня інфляції важко визначити яка частина номінальної процентної ставки відноситься до реальної процентної ставки, а яка – до премії за інфляційний ризик, в даному контексті відзначаємо вплив інфляційних очікувань на ефективність дію процентного каналу монетарної трансмісії. Фактор неспрогнозованості інфляції призводить до скорочення строків інструментів фінансового ринку (фінансових ресурсів, цінних паперів) що негативно позначається на ефективності функціонування каналу цін активів.

Варто зазначити, що центральний банк може стабілізувати інфляційні очікування шляхом проведення прозорої монетарної політики та встановлення таргетів інфляції, отримавши в даному випадку додатковий сигнальний інструмент – встановлену інфляційну ціль, визначення якої є цілком зрозумілим широкій громадськості, центральний банк зможе підвищити ефективність монетарної політики на основі таргетування інфляції та повноцінного використання в структурі трансмісійного монетарного механізму каналу інфляційних очікувань.

Варто зазначити, що емпіричний досвід вивчення функціонування механізмів монетарних трансмісій в різних економічних системах, підтверджує існування різних наукових поглядів в тлумаченні суті та структури монетарного трансмісійного механізму, виділення різноманітних каналів монетарного трансмісійного механізму, особливостей їх функціонування в залежності від ряду макроекономічних умов (ступеня відкритості економіки, наявності інфляційних очікувань, розвитку фінансових інструментів тощо). Виходячи з вищесказаного, вважаємо, що будь - яке виділення каналів монетарного трансмісійного механізму є умовним. У дійсності економічні реалії є дуже складними, тому спроба виділити певні канали впливу змін у політиці центрального банку на економіку є спрощенням реальної ситуації, зумовленої необхідністю абстрагуватися від надмірно великої кількості умов, які впливають на взаємозв'язки монетарних і макроекономічних змінних.

Зауважимо, що центральний банк кожної країни розробляє модель трансмісійного механізму грошово-кредитної політики з урахуванням національних особливостей економіки, основними серед яких є: масштаб економіки країни, її відкритість, рівень розвитку та структура фінансового ринку, інструментарій та цілі

монетарної політики кожної країни тощо. Зазначені особливості знаходять своє відображення в тих чи інших каналах передавального механізму. Розвинений фінансовий ринок, у тому числі ринок цінних паперів, та активна участь на ньому всіх економічних суб'єктів розширює можливості центральних банків у реалізації монетарної політики через канал добробуту, який описує вплив процентної ставки на ціни довгострокових активів (цінних паперів, нерухомості, дорогоцінних металів), а відповідно й на стан добробуту та споживання економічних суб'єктів. Інфляційний канал пояснює динаміку споживання у Франції, в модель монетарного трансмісійного механізму Німеччини входить монетарний канал, який передає імпульси змін через процентну ставку, в моделі монетарної трансмісії центрального банку Італії існує портфельний канал, який описує ефект перерозподілу портфелів фінансових активів домогосподарств та фірм. Закономірно, що в умовах перехідної економіки трансмісійний механізм має відповідну специфіку впливу на економічну активність. Основними характерними особливостями монетарного трансмісійного механізму в транзитивній економіці є наявність інформаційної асиметрії, існування якої пояснюється низькою ефективністю фінансових інструментів, високим рівнем доларизації економіки, однією з причин якої є висока відкритість економіки країни, нестабільністю інфляційних очікувань які досить часто виступають фактором цінової нестабільності, а також спотворення дії трансмісії деяких імпульсів від монетарної політики до макроекономічних змінних через загальні структурні системні зрушення в трансформаційній економіці.

Зауважимо, що сучасне трактування економічної сутності механізму трансмісії суттєво різниться від класичного кейнсіанського та монетаристського визначення. Одним з найпоширеніших та точних визначень є розуміння монетарної трансмісії як процесу послідовної передачі імпульсів монетарної політики центрального банку на макроекономічні змінні [112, с. 24].

Якщо розглядати монетарний трансмісійний механізм з точки зору структурного аналізу, то його можна представити як сукупність різних каналів прямої, опосередкованої та зворотної дії через які певні зрушення (зміни) в монетарній політиці передається на макроекономічні змінні. Цю своєрідну

ланцюгову реакцію трансмісійного процесу розглядають як етапну передачу монетарних імпульсів. Утім у дослідників монетарної трансмісії не сформувалось єдиної думки стосовно її етапів і механізму дії. Зокрема, Т. Унковська виділяє п'ять етапів процесу монетарної трансмісії:

1) від безпосередніх дій центрального банку у сфері рефінансування комерційних банків і операцій на відкритому ринку до зміни ставок на сегменті над короткостроковими банківськими операціями;

2) від зміни над короткостроковими ставками до зміни всієї структури короткострокових процентних ставок, а також валютного курсу;

3) від зміни короткострокових відсоткових ставок і валютного курсу до зміни всієї структури процентних ставок у економіці;

4) від зміни всієї структури процентних ставок до зміни сукупного попиту в економіці;

5) від зміни сукупного попиту до зміни в темпах інфляції та економічного зростання [193, с. 37].

Деякі дослідники процес монетарної трансмісії поділяють на дві стадії. На початковій стадії зміни в грошовій базі позначаються на змінах рівня загальної ліквідності банків, процентних ставок, валютного курсу, цін на фінансові активи та умови кредитування. У подальшому зміни, що відбулися у фінансовій кон'юнктурі, зумовлюють зміни у витратах фірм і домогосподарств, що, у свою чергу, впливає на реальну економічну активність суб'єктів господарювання.

Російські вчені визначають три фази розвитку, які проходять імпульси змін, що передаються економіці грошово - кредитною політикою. Перша фаза характеризується впливом монетарних інструментів на процентні ставки і валютний курс. Друга фаза визначається корегуючими діями по відношенню до цін на фінансові активи, яка впливає на витрати суб'єктів господарювання. На цьому етапі зміни, що відбулися в реальному секторі економіки, повертаються до фінансової системи через зміни в структурі балансів позичальників, відбувається повторне коригування ринкових процентних ставок. Протягом третьої фази спостерігається

макроекономічна адаптація показників темпів економічного зростання, безробіття, інфляції і заробітної плати [64, с. 4 - 5].

Неоднозначність у розумінні дослідниками етапів дії механізму монетарної трансмісії зумовлена його складністю. Наявність таких феноменів, як часові лаги та зворотні зв'язки між діями монетарної влади і реакцією економіки, а також невизначеність та очікування суб'єктів економіки, які впливають на реакцію економічної системи, ускладнюють виділення й відстеження етапності механізму монетарної трансмісії.

Дія механізму монетарної трансмісії у фінансовому секторі економіки полягає в сукупному впливі інструментів монетарної політики на ринкові процентні ставки (на міжбанківському ринку, за кредитами й депозитами, на ринку цінних паперів), і валютний курс, що позначається на обсягах депозитів і кредитів. У реальному секторі економіки зміни на фінансовому ринку позначаються на витратах підприємств і домогосподарств та на сукупному попиті, відбувається коригування темпів економічного зростання, інфляції та інших макроекономічних змінних.

Резюмуючи проведений в даному параграфі аналіз монетарного трансмісійного механізму з точки зору різних економічних концепцій та поглядів, визначивши структуру монетарного трансмісійного механізму та охарактеризувавши основні його складові елементи, узагальнивши найбільш усталені форми трактування суті монетарного трансмісійного механізму, можна надати таке уточнене визначення категорії „монетарний трансмісійний механізм” - це сукупність відносин між центральним банком, як основним монетарним регулятором та реальною (фізичною) економікою, метою яких є передача змін від монетарних інструментів, які використовуються для реалізації монетарної політики через сукупність каналів, визначених конкретними економічними умовами в країні, на фінансові змінні і в подальшому - на макроекономічні показники. В даному визначенні ми показали наявність структурних зв'язків в монетарному трансмісійному механізмі, етапи передачі змін від монетарної політики до реальної економіки через вплив на макроекономічні показники.

Щодо моделі трансмісійного механізму монетарної політики в Україні, то нині вона знаходиться на етапі розробки [150, с. 13]. Успішність завершення даного проекту великою мірою визначається обґрунтуванням структури трансмісійного механізму. Тобто системи каналів, які відображають специфіку дії вітчизняного монетарного трансмісійного механізму.

Отже, визначення переважаючих, основних каналів механізму передачі імпульсів грошово-кредитної політики реальному сектору економіки дозволяє сформулювати підходи та принципи до вибору центральним банком оптимального монетарного режиму, а також визначити найефективніші інструменти монетарного регулювання. Дане твердження доводить, що монетарний трансмісійний механізм та монетарні режими є невід'ємною складовою досліджуваного нами механізму монетарного регулювання.

1.3 Теоретичний аналіз монетарних режимів та критерії його вибору

Грошово-кредитна політика є однією з найважливіших складових державної економічної політики і від того наскільки ефективно використовуються її інструменти, від адекватності монетарної політики реальним економічним умовам в певній мірі залежить динаміка соціально-економічного розвитку держави.

Ефективна реалізація грошово-кредитної політики передбачає визначення її стратегії і тактики. Стратегія політики полягає у: виборі цілей; встановленні певної ієрархії цілей; визначенні параметрів цілей. Тактика грошово-кредитної політики полягає у виборі засобів, інструментів, які є найкращими (преференційними) для досягнення поставлених цілей. Цілі грошово-кредитної політики можна згрупувати таким чином: кінцеві; проміжні; оперативні.

Оскільки монетарна політика є одним з напрямів загальнодержавної економічної політики, її кінцеві цілі виступають як частина глобальної стратегії, що визначається законодавчими й виконавчими органами влади.

Проте щоразу виникає нелегка до розв'язання дилема між відповідністю цілей монетарної політики до основних економічних цілей макроекономічної політики держави. Зокрема, говорячи про основне завдання монетарної політики - досягнення цінової стабільності, то в даному випадку в загальноекономічній політиці держави ціль по забезпеченню стабільності цін теж має бути пріоритетною, як наслідок має існувати узгодженність дій між урядом та центральним банком в досягненні наперед встановлених макроекономічних цілей, при відсутності даної узгодженості дій може виникати конфлікт між центральним банком як основним монетарним регулятором та представниками законодавчої та виконавчої влади, розв'язання якого може передбачати зміну стратегічної цілі монетарної політики.

Підтвердженням важливості відповідності стратегічної монетарної та стратегічної макроекономічної цілей свідчить той факт, що в країнах з трансформаційною економікою дуже часто прагнення уряду скоротити темпи падіння ВВП призводять до емісійного насичення економіки інфляційними грошима через операції центрального банку. Прикладом може бути економіка України з показниками інфляції в 1992-1993 роках вище 10000 %.

Аналізуючи погляди сучасних вчених – економістів на проблему визначення стратегічних, тактичних, проміжних, операційних цілей монетарної політики, ми дійшли висновку, що на сьогодні не існує єдино правильного погляду на трактування основних стратегічних та тактичних цілей монетарної політики. Так, ряд економістів притримується думки, що пріоритетною метою монетарної політики є лише досягнення цінової стабільності [92, с.87]. С. Фішер та Р. Дорнбуш визначають дві стратегічні основні цілі: темпи інфляції та рівень безробіття [196, с. 121]. Ще ряд дослідників розширюють набір стратегічних цілей монетарної політики до: забезпечення цінової стабільності, повної зайнятості та зростання реального продукту [98, с.21].

Не менш важливим аспектом в реалізації монетарної політики є визначення проміжних цілей оскільки інструменти грошово-кредитної політики (політика відкритого ринку, політика рефінансування, політика обов'язкових резервних вимог) в основному не мають прямого безпосереднього впливу на кінцеві цілі. Існує два

підходи до використання проміжних цілей. Перший: складно або й не можливо зрозуміти взаємозалежність економічних змінних до такої міри, щоб безпосередньо спрямувати інструменти грошово-кредитної політики центрального банку на досягнення його основних цілей. Другий: навіть якщо центробанк досконало знає механізм функціонування економіки, у нього немає достатньої інформації для прийняття кращих рішень, аби досягти основних цілей.

Варто зазначити, що існують певні умови, яким повинна відповідати проміжна ціль це: узгодженість із основними цілями центрального банку; вимірність (центробанк має бути спроможним вимірювати змінну, обрану проміжною ціллю); своєчасність надходження у центробанк достовірної інформації про проміжну ціль; контрольованість (центробанк повинен мати змогу впливати на величину зазначеної змінної, а проміжна ціль – бути відносно чутливою до впливу інструментів монетарної політики [98, с. 34].

Виділяють експліцитні (*explicit*) та імпліцитні (*implicit*) проміжні цілі монетарної політики, в першому випадку ціль конкретно визначена, зрозуміла всім економічним агентам, в другому випадку проміжна ціль офіційно не фіксується в нормативних актах, її значення може бути нечітким та незрозумілим для широкого кола громадськості. Проголошені експліцитні цілі монетарної політики зазначаються у відповідних документах як центрального банку так і уряду, визначаються офіційно як обов'язкові до виконання, зміст та числове визначення даних індикаторів доноситься через комунікаційні зв'язки до суспільства. При цьому зростає довіра до монетарної влади з боку громадськості, діяльність центрального банку стає прозорішою та зрозумілішою. При використанні центральним банком імпліцитних цілей зростає незалежність центрального банку в реалізації основних монетарних цілей, з'являється можливість частіше коригувати проміжну ціль залежно від економічної ситуації. Слід зазначити, що в умовах транзитивних змін, при неефективності фінансових інструментів, проблемного банківського сектора і не виваженої фіскальної політики по суті центральний банк контролює цілий ряд макроекономічних показників, встановлюючи певні імпліцитні цілі та визначаючи їх конкретні значення.

Слід зазначити, що існує тісний зв'язок між проміжними цілями (наприклад, грошовою масою) та кінцевими цілями (наприклад, рівнем цін). Іншими словами, процес трансмісії грошово-кредитної політики з проміжної до кінцевої цілі є стабільним і чітко вираженим. Центральний банк завдяки інструментам, які є в його розпорядженні повинен мати змогу виражати єдність цілей. Для визначення спрямування і потужності передачі змінних, які виникають при реалізації монетарної політики та передбачення достовірного розуміння напрямків та цілей монетарної політики використовуються індикатори монетарної політики, ними можуть виступати грошова маса, відсоткова ставка, валютний курс. На нашу думку недоцільно використовувати індикатори оперативних інструментів центрального банку або кінцеві цільові орієнтири. Більш придатними для цього є змінні, які знаходяться між початком та кінцем дії трансмісійного механізму.

Динаміка індикатора має, з одного боку, віддзеркалювати вплив заходів грошово-кредитної політики, а з другого подавати цю інформацію швидко і з високою точністю. Між змінами величини індикатора та розвитком цілей грошово-кредитної політики повинен існувати зв'язок, що піддається прогнозуванню. Якщо центральний банк використовує одну і ту ж величину і як індикатор, і як проміжну ціль (наприклад М3), - динаміка цієї змінної, з одного боку, вказує на ефективність заходів грошової політики у минулому (індикатор), а з другого – виконує функцію цільового орієнтира (проміжна ціль), якого треба досягти у майбутньому. До середини 1970-х років багато промислово розвинутих країн використовували конкретні грошові агрегати як проміжну ціль. Перехід деяких країн у 1980-х роках до „вужчих” грошових агрегатів пов'язаний із розвитком процесів фінансової інновації та дерегуляції міжнародного руху капіталів, унаслідок чого контроль за встановленими цілями широких кредитних агрегатів ускладнився, що стало передумовою появи монетарного таргетування, яке дає змогу обирати власні інфляційні цілі (без прив'язки) та гнучкіше реагувати на коливання ВВП.

Поряд з кінцевими та проміжними цілями грошово-кредитна політика може бути спрямована і на вирішення селективних цілей, які полягають в орієнтації кредитного процесу на пріоритетні напрямки. Дані цілі можуть стосуватися:

економічного сектора (житлове будівництво, сільське господарство); економічної функції (експорт); економічного агента (середні і дрібні підприємства, певні товариства); конкретної продукції (автомобілі, побутова техніка, зернові культури тощо); видів кредитів (інвалютні аванси). Вибір селективних цілей, не повинен руйнувати взаємообумовленість сукупності стратегічних цілей монетарної політики. Так, ріст кредитних вкладень на експорт може прискорити зростання грошової маси, поживати підвищення цін і в кінцевому результаті порушити торгівельний баланс.

Потрібно зазначити, що розмежування внутрішніх та зовнішніх, проміжних, селективних та кінцевих цілей монетарної політики не повинно розумітися як абсолютне їх протиставлення. Насправді існує лише одна загальна лінія проведення монетарної політики, яка передбачає наявність тісного взаємозв'язку між визначеними цілями (рис. 1.5).

Варто наголосити, що досить важливо, щоб проміжні цілі знаходились виключно в компетенції монетарної влади. В даному випадку спрощується контроль за проведенням грошово-кредитної політики, а відповідальність за результати її проведення несе виключно єдиний орган: центральний банк. При визначенні кінцевих цілей монетарної політики часто говорять про «магічний» чотирикутник, сторонами якого виступають розглянуті вище цілі. Саме неможливість одночасного досягнення всіх сторін перетворює чотирикутник в магічний. Проте не дивлячись на неможливість «магічний чотирикутник» використовується деякими державами. Зокрема в законодавстві України, сам термін грошово-кредитної політики визначається як «комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, направлених на регулювання економічного зростання, стримування інфляції та забезпечення стабільності грошової одиниці України, забезпечення зайнятості населення та вирівнювання платіжного балансу» [59].

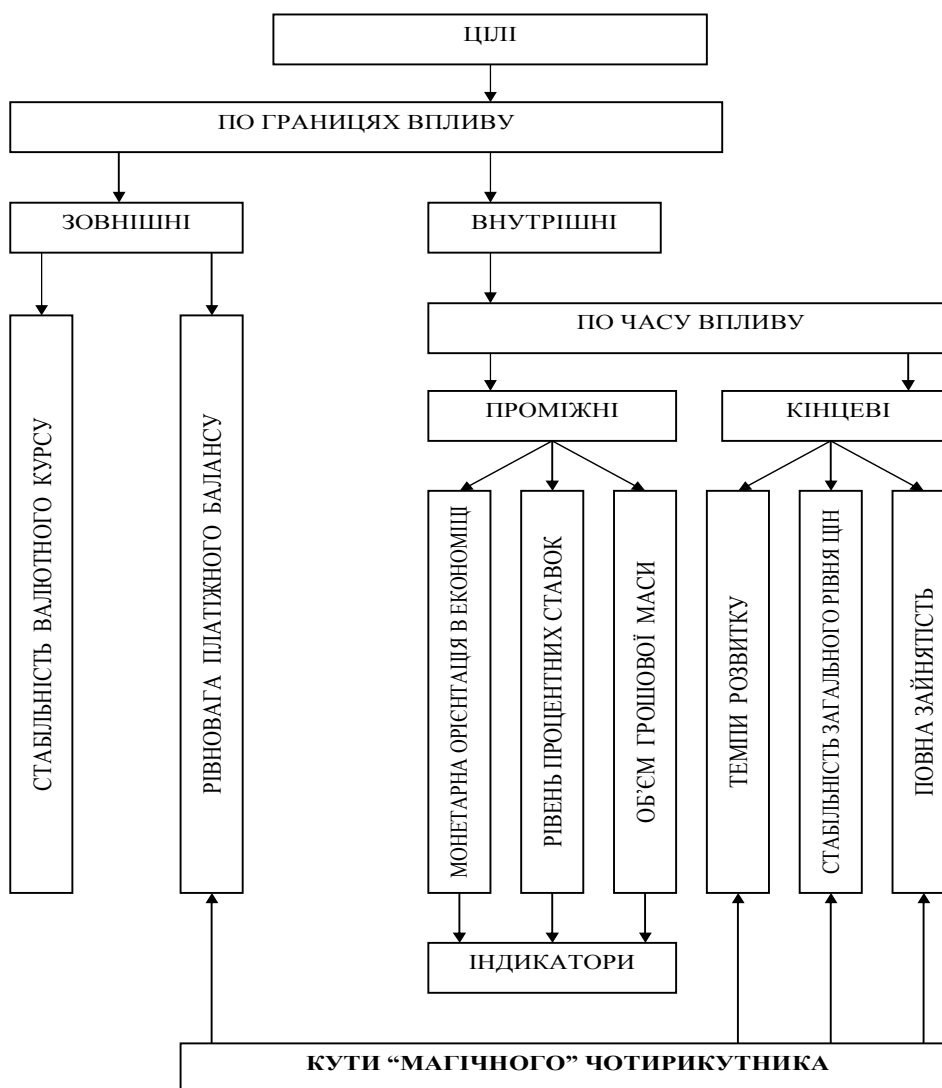


Рис. 1.5. Цілі монетарної політики [154, с. 59]

Варто зауважити, що існують суперечності між стратегічними цілями грошово-кредитної політики, які проявляються в досягненні таких цілей, як низькі темпи інфляції (стабільність цін), і таких, як економічне зростання та високий рівень зайнятості. Виробниче зростання, збільшення зайнятості та відповідне зниження рівня безробіття супроводжуються зростанням темпів інфляції, оскільки в економіці зменшується обсяг невикористаних ресурсів, а підвищення попиту на останні призводить до підвищення цін. Заходи ж, спрямовані на скорочення державних витрат і грошової маси з метою зниження рівня цін і стабілізації інфляції, зменшують прибутки фірм, що спонукає їх до скорочення обсягів виробництва, а відтак і зайнятості. Обернений взаємозв'язок між рівнем інфляції та безробіттям, а також супроводження високих темпів економічного зростання відповідним зростанням цін, звісно, не є

абсолютними правилами, що емпірично підтверджуються за будь-яких обставин. Однак загальні тенденції у розвитку ринкової системи в цілому свідчать про суперечливість окремих кінцевих цілей державного регулятивного впливу на економіку. Тому центральні банки змушені маневрувати в реалізації грошово-кредитної політики з огляду на стан господарської кон'юнктури і зміну фаз ділового циклу з тим, аби власними заходами не сприяти посиленню тенденцій ні "перегріву" економіки, ні її спаду й відповідно не загострювати проблеми надмірної інфляції та зростання безробіття. На наш погляд, виходячи з того, що грошово-кредитна політика в довгостроковій перспективі може впливати лише на грошову сферу економіки, доцільним є виділення, як основної цілі, грошово-кредитного регулювання – досягнення стабільного низького рівня інфляції.

В практиці центральних банків існує багато методів досягнення основної цілі монетарної політики, різного роду режимів та інституційних особливостей монетарної політики. Категорію «монетарний режим» вперше використав англійський економіст А. Лейонгуфвуд, за його визначенням монетарний режим – це «по-перше, система очікувань, яка обумовлює поведінку суспільства, по-друге, послідовний характер поведінки монетарної влади, яка підтримує ці очікування». В даному випадку монетарний режим можна визначити, як систему інституцій і механізмів, які покликані забезпечити досягнення монетарних цілей шляхом генерації очікувань суспільства по відношенню до дій суб'єктів монетарної влади і останніх по відношенню до реакції суспільства на їх дії. А. Лейонгуфвуд виділяв два типи монетарних режимів: дискреційні та конституційні (так звані «правила»). За конституційних режимів правові норми накладають обмеження на зростання грошової маси. За дискреційних режимів такі обмеження відсутні – відповідні рішення приймає монетарна влада [245, с. 95]. В більш широкому розумінні монетарний режим трактують «як сукупність правил та процедур впливу на здатність грошей виконувати свої функції» [229, с. 23].

При дискреційній монетарній політиці (*discretionary policy*) центральний банк не заплановано реагує на будь-які зміни економічної кон'юнктури. При реалізації грошово-кредитної політики через правило монетарної політики (*monetary policy*)

rules) центральний банк примусово або ж самостійно бере на себе певні зобов'язання. Так, наприклад М. Фрідмен пропонував ввести законодавчі обмеження відносно можливостей Федеральної резервної системи збільшувати грошову масу в певному обсязі, тобто ввести елементи так званої грошово-кредитної конституції, згідно якої погоджувались дії всіх суб'єктів ринку. Варто зазначити, що дослідження правил монетарної політики активізувались в 90-х роках ХХ століття, їх можна класифікувати як спробу теоретичного осмислення і формалізації в узагальненому вигляді сучасної практики проведення монетарної політики. Вагомий внесок в розробку правил монетарної політики зробили Г. Торнтон (1802), У. Бегхот (1873), К. Віксель (1907), І. Фішер (1920-1926), Г. Саймонс (1936), М. Фрідмен (1960). Серед сучасних дослідників правил монетарної політики – Л. Свенсон, Г. Рудебуш, М. Кінг, Ч. Гударт, Р. Харісон, Д. Хендерсон та інші. Самим відомим правилом монетарної політики є правило Тейлора. Дж. Тейлор запропонував Федеральній резервній системі нову функціональну форму монетарного правила, за яким федеральну резервну ставку пропонувалося змінювати у відповідь на зміни інфляції та реального ВВП. Дж. Тейлор запропонував перенести акцент з кількості грошей на короткострокові процентні ставки і відповідно замінити кількісне рівняння на нове, яке назвав правилом монетарної політики:

$$r = r^* + \alpha (Y - Y^*) + \beta (\pi - \pi^*), \quad (4)$$

де r – номінальна короткострокова процентна ставка;

r^* - номінальна рівноважна процентна ставка, що відповідає таргетованому рівню інфляції (тобто $r^* = \bar{r} + \pi^*$, де \bar{r} – рівноважна реальна процентна ставка, π^* - цільове значення інфляції);

Y – обсяг виробництва;

Y^* - потенційний обсяг виробництва;

π – інфляція (фактична або прогнозована);

α і β - коефіцієнти, причому α коливається як правило між 0 і 0,5 залежно від вагомості ВВП – розриву (різниці між потенційним і фактичним ВВП у функції корисності центрального банку); $\beta > 0$ – як правило від 1,5 до 2, так що номінальні

процентні ставки змінюються у відповідь на відхилення інфляції від цільових орієнтирів більшою мірою, ніж у відповідь на відхилення обсягу виробництва від потенційного [258, с. 322].

Режими монетарної політики в сучасному розумінні ввійшли в практику грошово-кредитного регулювання з початку 70-х років ХХ століття. В другій половині ХХ століття антиінфляційна політика стала основним пріоритетом діяльності центральних банків більшості країн світу. Таргетування певної величини стало формою для окреслення монетарних режимів, що дало можливість привести їх до певного спільного знаменника, коротко охарактеризувати їх аналітичні фундаменти. Відповідно розрізняють націлювання на валютний курс (таргетування валютного курсу), на грошову масу (монетарне таргетування), на інфляцію (таргетування інфляції). Розрізняють також таргетування номінального доходу і номінальної заробітної плати, проте це лише теоретичні моделі, які не використовуються на практиці. Фактично завжди в усіх країнах таргетується стабільність грошової одиниці. Але за умови збалансованої економіки, сталих співвідношень між основними грошово-кредитними показниками таргетування стабільності грошової одиниці залежно від конкретної ситуації може бути зведено до таргетування одного показника (інфляції, валютного курсу, грошового агрегату) (рис. 1.6).

На початку 90-х років ХХ століття вважалось, що найкращих результатів в монетарній політиці можна досягнути, використовуючи в якості номінального якоря обмінний курс [267, с. 34]. Таргетування валютного курсу передбачає прив'язку валютного курсу до валюти країни з низькою та незмінною інфляцією, в такому випадку такий курс викликає довіру всіх суб'єктів господарювання, це призводить до зменшення інфляційних очікувань, які можуть бути причиною цінової нестабільності, економічні агенти в своїх інфляційних очікуваннях орієнтуються на рівень інфляції в країні до валюти якої здійснюється прив'язка слабшої національної валюти.

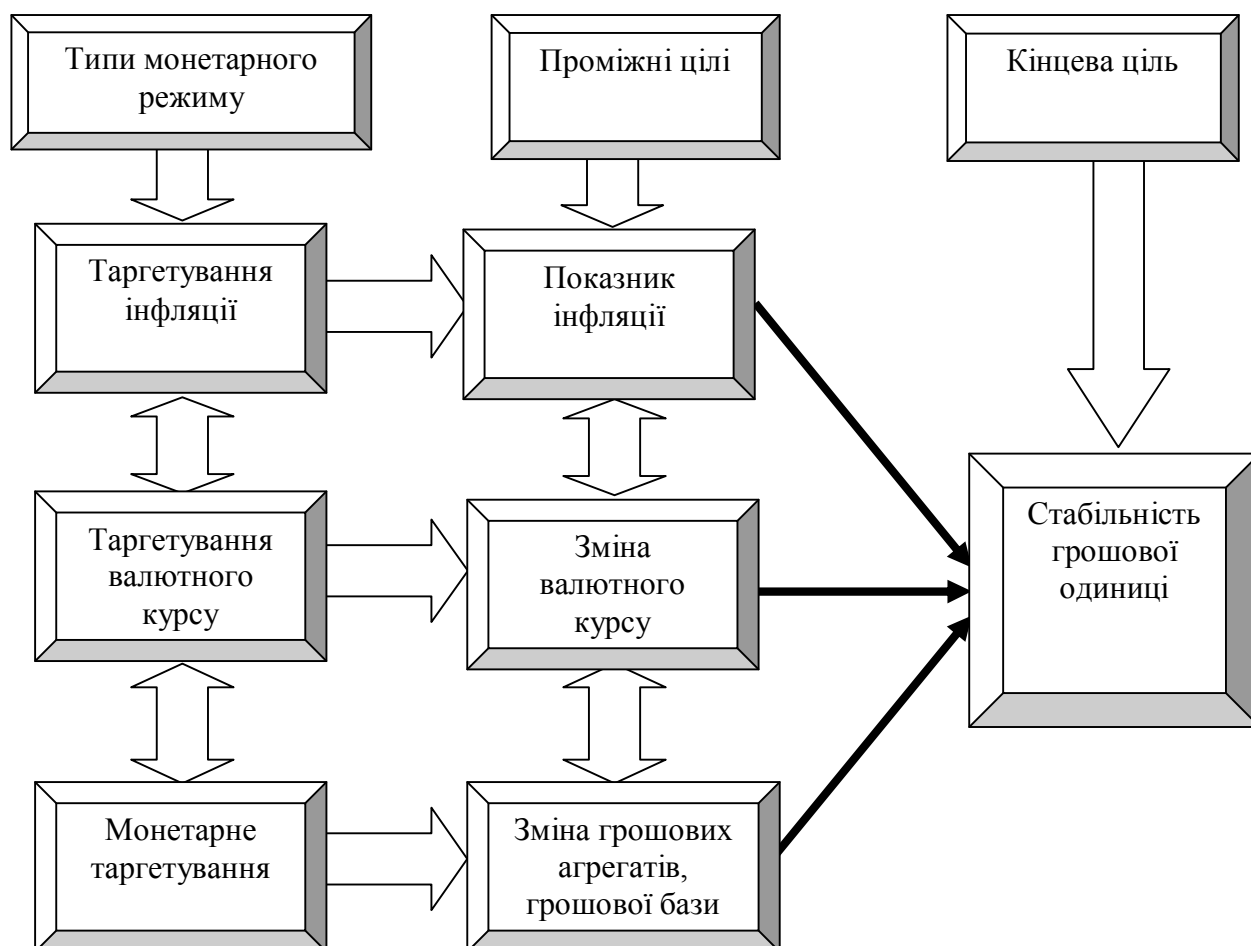


Рис. 1.6. Цілі та основні режими сучасної монетарної політики⁶

До позитивних сторін запровадження таргетування валютного курсу можна віднести те, що валютний курс виступаючи індикатором монетарної політики є зрозумілим для широкого кола громадськості і виступає як монетарне правило. Характерною рисою режиму підтримки стабільного валютного курсу є можливість раціональних економічних суб'єктів оцінити спроможність монетарної влади дотримуватись певних зобов'язань, використовуючи інформацію про наявні валютні резерви центрального банку, динаміку імпорту та експорту, структуру зовнішнього державного боргу. Разом з тим, варто зазначити, що існує ряд факторів які негативно впливають на ефективність таргетування валютного курсу, як монетарного режиму. По-перше, це відмова від проведення власної суверенної монетарної політики; по-друге, якщо країна, враховуючи специфіку структури

⁶ Джерело: складено автором

економіки, чутлива до зовнішніх шоків, то це може підірвати довіру до всіх цільових орієнтирів, особливо зовнішніх. По-третє, стабільний номінальний валютний курс перешкоджає наближенню реального валютного курсу до реального ефективного валютного курсу. Варто зауважити, що таргетування валютного курсу часто виступає перехідним монетарним режимом, адже структурні зміни в економіці вимагають зміни і реального валютного курсу.

Суть монетарного таргетування полягає в тому, що центральний банк, виходячи з цільового показника інфляції, оцінки потенційного зростання виробництва і динаміки швидкості обігу грошей в рамках кількісного рівняння обміну ($MV = PY$) визначає цільовий темп росту грошових агрегатів і оголошує його громадськості. Основними перевагами монетарного таргетування як монетарного режиму є:

- «суверенність» - центральний банк обирає цільовий показник інфляції і має можливість корегувати політику залежно від внутрішніх змін об'єму виробництва;
- тісний зв'язок з інструментами монетарної політики, тобто високий рівень контролю зі сторони центрального банку;
- так як монетарні агрегати досить швидко вимірюються, то відповідно звіти про виконання монетарних таргетів доносяться до громадськості з досить короткими часовими лагами – до кількох тижнів;

Розглянуті вище моменти збільшують відповідальність центрального банку, підсилюють громадський контроль і дають своєчасні сигнали про можливості дотримання цільових показників інфляції. Варто зазначити, що монетарне таргетування стало якісно новим етапом в комунікаціях центрального банку з громадськістю. Перший монетарний таргет було проголошено в Німеччині в 1974 році у вигляді заяв Бундесбанка про те, що «він розглядає зростання грошей центрального банку на 8 % як допустимий для досягнення цілей стабільності» [266, с. 18]. Майже одночасно монетарні таргети було проголошено в Швейцарії, а пізніше в США та Канаді. В даному випадку слід зазначити, що протягом 1974-1997 років при виконанні намічених проміжних орієнтирів неповністю, з певним

корегуванням постфактум, кінцева ціль монетарної політики в Німеччині, а саме низький рівень інфляції дотримувався повністю. Протягом одинадцяти років в Німеччині щорічний рівень інфляції в середньому становив 2,75%, що було вдвічі менше відповідного показника в інших індустриальних країнах. Це стало можливим завдяки кредиту довіри до центрального банку з боку громадськості, як наслідок успішної комунікації монетарної влади з суспільством, а також по причині стійкої динаміки попиту на реальні грошові залишки в економіці Німеччини. Можна стверджувати, що монетарне таргетування в Німеччині мало яскраво виражений дисциплінарний характер. Варто зазначити, що монетарне таргетування використовувалось і центральними банками країн з трансформаційною економікою. Наприклад, такі країни, як Албанія, Хорватія, Словенія, Латвія та Литва досягли значних успіхів в боротьбі з інфляцією, використовуючи орієнтири по приросту агрегатів грошової маси в якості бази грошово – кредитної політики, приділяючи при цьому достатньо уваги досягненню стабільності номінального курсу національної валюти та оздоровленню фіскальної політики. Таким чином, агрегати грошової маси, грошова маса є важливими індикаторами, які використовуються центральним банком незалежно від вибраного ним монетарного режиму. Розглядаючи позитивні сторони монетарного таргетування, на нашу думку варто наголосити на тому, що якщо при режимі таргетування обмінного курсу номінальним якорем для громадських очікувань був актив, екзогенний по відношенню до громадськості і органів влади, то при монетарному таргетуванні цим якорем став ендегенний показник, який напряму залежить від монетарної влади - приріст грошової маси. Проте, як показав досвід ряду розвинутих країн, жоден центральний банк, який використовував режим монетарного таргетування не дотримувався жорстких правил. Всі, без виключення, центральні банки (в тому числі і центральні банки Швейцарії та Німеччини) допускали суттєві відхилення від цільових орієнтирів по приросту грошової маси.

Варто зазначити, що на сьогоднішній день монетарне таргетування як монетарний режим майже не використовується, не дивлячись на те, що практично всі центральні банки контролюють динаміку грошової маси. Так, за даними

дослідження МВФ досвіду інфляційного таргетування в розвинутих ринкових країнах та країнах з перехідною економікою, лише п'ять країн використовують агрегати грошової маси в якості проміжних цільових орієнтирів монетарної політики. На нашу думку, це обумовлено тим, що по-перше, монетарне таргетування ефективне в умовах високого рівня інфляції, викликаного саме монетарними факторами, і по-друге, непостійність швидкості обігу грошей не дозволяє центральним банкам точно спрогнозувати динаміку попиту на гроші, що є ключовим аспектом монетарного таргетування. Такі основні елементи високої ефективності монетарного режиму як: гнучкість, прозорість і підзвітність центрального банку – є ключовими елементами і режиму інфляційного таргетування, як стверджується у праці Б. Бернанке та Ф. Мишкіна: «Монетарна політика Бундесбанку та банку Швейцарії, швидше наближається до інфляційного таргетування, ніж до класичного таргетування грошей [224], у визначенні М. Фрідмена, її можна трактувати як гібридний режим інфляційного таргетування з елементами монетарного таргетування» [198]

Теоретичне обґрунтування прямого таргетування інфляції – бере початок ще в працях І. Фішера та Г. Саймонса, які висловлювали пропозиції по стабілізації грошової одиниці за допомогою цінового індексу [258]. Проаналізувавши різні джерела в яких в тій чи іншій мірі подається визначення режиму інфляційного таргетування та узагальнивши їх можна сказати, що визначення інфляційного таргетування надане вітчизняним економістом Петриком О. І. найбільш повно відображає суть даного режиму: «інфляційне таргетування - це концептуальна система монетарного режиму, яка характеризується публічним проголошенням офіційної кількісної цілі щодо інфляції (або інтервалу) на середньострокову перспективу, яка закріплюються в законодавчому порядку та чітким розумінням і впевненістю в тому, що низька і стабільна інфляція є основною ціллю монетарної політики в довгостроковому періоді» [151, с. 10].

Отже, як бачимо, в даному випадку, проміжною ціллю монетарної політики виступає наперед визначений показник інфляції, тому таргетування інфляції можемо трактувати як перспективний, ефективний монетарний режим. Таргетування

інфляції як монетарний режим має особливості випереджаючої дії, так як монетарні інструменти, які використовує центральний банк, спрямовані на подолання інфляції, очікуваної через певний часовий лаг. Практично це інституційне закріплення накопичених знань про часові лаги монетарної політики.

Функціонування режиму таргетування інфляції можна представити як результат двох наукових положень. Перше – це так зване правило Тінбергена-Тейла: одному інструменту політики повинна відповідати одна цільова економічна змінна. Друге положення пояснює, чому в ролі цільової змінної монетарної політики обрано саме рівень інфляції – це модель сукупної пропозиції, модель «природного рівня» Фрідмена-Фелпса, згідно якої в короткостроковому періоді існує вибір між реальними та номінальними цільовими показниками, але в довгостроковому періоді монетарна політика може впливати лише на номінальні величини [30, с. 178].

Пропонуємо виділити наступні переваги режиму таргетування інфляції:

- використання зрозумілого для всього суспільства орієнтира монетарної політики та гарантування транспарентної монетарної політики, що дозволяє здійснювати контроль за монетарною владою з боку громадськості;
- врахування значення часових лагів при реалізації монетарної політики та підбору ефективних монетарних інструментів;
- досягнення при нестабільності функції попиту на гроші більш щільного кореляційного зв'язку між інфляцією і короткостроковими відсотковими ставками в порівнянні з монетарним таргетуванням, де взаємозв'язок між грошовими агрегатами і короткостроковими процентними ставками є слабшим;
- реагування на інфляційні очікування, шоки пропозиції, виклики глобальної ліквідності.

Розглядаючи методи таргетування інфляції виділяють «строге таргетування (strict targeting), при якому чітко визначений кількісний показник інфляції виступає обов'язковою ціллю монетарної політики, і «гнучке таргетування» (flexible targeting), при тих випадках, коли кількісний орієнтир має певний діапазон коливань [205, с. 29].

Імплементация таргетування інфляції у економіках ряду країн світу реалізовувалась у два основних етапи. Перший стартував у Новій Зеландії в 1989 р., пізніше таргетування інфляції запровадила Іспанія. Після нетривалої перерви другий етап розпочався в Чехії в 1998 році, після якої більше десятка країн запровадили таргетування інфляції.

В різних країнах інфляційне таргетування прийшло на зміну різним монетарним режимам, зокрема, в першопрохідця - Новій Зеландії, таргетування інфляції замінило дискреційну політику центрального банку, в Чилі, Швеції та ще в ряді країн до введення таргетування інфляції використовували таргетування валютного курсу. Варто зазначити, що в таких країнах як Чилі та Ізраїль змогли поєднати на перехідному періоді запровадження інфляційного таргетування, два режими режим таргетування інфляції та режим повзучої прив'язки валютного курсу, з метою транзитивного періоду до зменшення темпів інфляції.

Протягом «першої хвилі» інфляційне таргетування було також запроваджено в кількох європейських країнах. У Великобританії це відбулося невдовзі після виходу країни з європейського механізму обмінного курсу ERM у вересні 1992 р. Новий монетарний устрій було проголошено в жовтні цього ж року міністром фінансів, який на той час відповідав за прийняття рішень щодо монетарної політики. Інфляційний таргет було встановлено на рівні 1% - 4%. Швеція запровадила інфляційне таргетування в січні 1993 р. після скасування режиму фіксації курсу в листопаді 1992 р. і швидкої девальвації крони на 15%. В умовах рецесії та нестійкої банківської системи інфляція була низькою, але необхідно було знайти нову основу для проведення монетарної політики. У січні 1993 р. центральний банк Швеції оголосив інфляційний таргет у розмірі $2\% \pm 1\%$. У подібній ситуації опинилася Фінляндія, де посилення девальваційного тиску на фінську марку призвело до переходу до вільного плавання в 1992 р. Через шість місяців у цій країні також було запроваджено інфляційне таргетування.

«Друга хвиля» поширення таргетування інфляції охопила не лише індустриальні країни, але значною мірою й нові ринкові економіки та економіки, що розвиваються. Запровадження після 1998 р. цього монетарного режиму розвиненими

ринковими економіками відбулося після утворення 11 країнами (куди увійшли Іспанія та Фінляндія) Європейського монетарного союзу й зони євро.

В кінці 1999 р. Швейцарський національний банк оголосив, що його політика базуватиметься на цінній стабільності, визначеній як інфляція, менша від 2%, хоча гроші й далі відіграватимуть важливу роль. У Норвегії спроби підтримувати стабільність обмінного курсу виявилися неефективними певною мірою внаслідок великих коливань цін на нафту. В умовах тривалого економічного зростання почали збільшуватися інфляційні ризики, і в березні 2001 р. уряд ухвалив інструкцію з монетарної політики, якою передбачалося, що метою монетарної політики має бути цінова стабільність, а інфляційний таргет становитиме 2,5%. У березні 2001 р. інфляційне таргетування було запроваджене також в Ісландії шляхом спільної декларації центрального банку й уряду. Цінову стабільність було визначено на рівні 2,5%, а центральний банк зобов'язали випускати публічний звіт, що пояснює відхилення інфляції від таргету більше, ніж на 1,5% [35, с. 3].

Отже, серед індустріальних країн причини переходу до інфляційного таргетування були різними. Серед них: втрата попередніх номінальних якорів, бажання знизити інфляційні очікування протягом дезінфляції, занепокоєння інфляційними наслідками зростання непрямих податків, утворення монетарного союзу в Європі, фіскальні реформи. Падіння режиму фіксованих курсів у деяких випадках призвело до особливо швидкого переходу до нового монетарного устрою. Тим не менше в основі переходу до інфляційного таргетування було зростаюче переконання в бажаності низької інфляції. Незважаючи на те, що проблема інфляції в країнах, що розвиваються, й нових ринкових економіках стояла більш гостро, інфляційне таргетування спочатку вважалося непридатним для ринкових економік, що формуються. Але з 1997 р. до 2002 р. щонайменше 14 нових ринкових економік (включаючи Чеську Республіку, Польщу, Бразилію, Чилі, Колумбію, Південну Африку, Таїланд, Корею, Мексику, Угорщину, Перу, Філіппіни та ін.) запровадили експліцитний режим інфляційного таргетування. В 2005-2007 рр. принаймні шість інших економік перейшли до таргетування інфляції (Словацька Республіка, Індонезія, Румунія, Туреччина, Сербія). Варто зазначити, що країни Східної та

Центральної Європи приділяли значну увагу стратегії монетарної політики, прагнучи забезпечити монетарну стабільність у процесі швидких інституційних перетворень на шляху до євроінтеграції.

Вважаємо, що одним із найважливіших технічних питань таргетування інфляції є вибір індексу, цільового орієнтира і горизонту таргетування. Найбільш поширеним індексом таргетування є індекс споживчих цін (ІСЦ). Деякі країни таргетують так званий ключовий ІСЦ (core), в якому не враховуються ціни харчових і енергетичних продуктів та непрямі податки, оскільки ці позиції є найбільш нестійкими в часі тому, що зазнають впливу сезонних факторів, погодних умов або коливання світових цін. Чехія таргетує так звану чисту інфляцію (net) – індекс споживчих цін, який не включає адміністративні (регульовані) ціни. Великобританія таргетує індекс роздрібних цін (PRIX) – середньозважену внутрішньої та імпортованої інфляції, яка не включає відсотків за операціями з нерухомістю. Як ціль деякі країни обирають *точковий* цільовий показник інфляції (наприклад, Швейцарія - менше 2%), або *діапазон цільових показників* (наприклад, Австралія – 2 - 3%, Південна Африка – 3 - 6%, Таїланд – 0 - 3,5%), або *допустимі коридори* (наприклад, Бразилія - 4% (+/- 2%). Ймовірність того, що точкові показники не будуть виконані, більша з огляду на труднощі прогнозування інфляції, а також невизначеність, пов'язану з точними часовими рамками запізнювання передавального механізму грошово-кредитної політики. А це призводить до втрати довіри. *Вибір горизонту* для грошово-кредитної політики - інакше кажучи, визначення того, як швидко потрібно знижувати траєкторію цільового показника, - також є проблематичним. Так, деякі країни здійснюють таргетування в два етапи: спочатку поетапно знижують інфляцію, встановлюючи цілі щороку, а після досягнення бажаного показника встановлюють цілі на середньо- або довгострокову перспективу (Чилі, Південна Корея). Інші країни відразу встановили довгострокову інфляційну ціль (Австралія – 2 - 3%, Південна Африка – 3 - 6% з 2003 р.). Дуже важливим для ефективної реалізації монетарного режиму є можливість вільно маніпулювати монетарними інструментами. Обмеженість центрального банку у використанні монетарних інструментів знижує

можливості адекватного реагування на макроекономічну ситуацію, не дає можливості вчасно реалізувати необхідні заходи.

Пропонуємо зробити невеликий теоретичний аналіз появи незалежних центральних банків як основних суб'єктів механізму монетарного регулювання. Варто зазначити, що наукова полеміка з приводу відносної ефективності централізованої і незалежної банківської системи набула гострого характеру в протистоянні економічних поглядів так званої «банківської» і «грошової» шкіл. «Банківська» школа – напрямок англійської політичної економії, яка сформувалась в XVIII – XIX століттях (Т. Тук, Д. Фулартон), - наполягала на свободі банківського бізнесу, стверджуючи, що надлишкової грошової емісії не може виникнути. Її представники доводили можливість контролю над надлишковою емісією за допомогою міжбанківських розрахунків. Представники «грошової» школи – англійський економіст Р. Торенс і лорд Оверстоун – наполягали на введенні фіксованого рівня фідучіарної (не забезпеченої золотом) емісії, яка знайшла своє відображення в Акті Роберта Піля і поклала початок інститутам державного обмеження і регулювання фідучіарної емісії [235].

В XX столітті багато вчених – економістів намагались дати наукове пояснення появі центральних банків. Ряд дослідників розглядали появу центральних банків лише як один із результатів постійного прагнення уряду до отримання сеньйоражу (Ф. Хайєк, Дж. Б'юкенен та ін.). Відомий англійський дослідник історії центральних банків Ч. Гудхарт стверджував, що поява центральних банків – це інституційна реакція на банківську нестабільність і саме центральний банк виконує функцію кредитора останньої «надії» [236]. Автор фундаментального дослідження з історії центральних банків В. Сміт робить висновок, що прийняття рішення в інтересах централізованої, а не вільної банківської системи було обумовлене діями політичних мотивів в сукупності з історичними випадковостями, а не продуманим економічним принципом [181].

На сучасному етапі функціонування центральних банків основними факторами їх незалежності можна виділити: наявність чітко сформульованої пріоритетної цілі; самостійність в виборі монетарних інструментів; недопустимість

фінансування державного бюджету і прямого кредитування уряду; порядок призначення та звільнення керуючого центрального банку; порядок фінансування центрального банку, який не залежить від його політики; наявність чітко сформульованих гарантій невторчання органів влади в діяльність центрального банку; стабільність нормативної бази. Яка визначає статус центрального банку. Потрібно наголосити, що на користь незалежності центрального банку свідчать також і результати теоретичних та прикладних досліджень. В 1985 році К. Рогофф в своїй теоретичній роботі за допомогою відповідної математичної моделі довів, що схильність центрального банку до інфляції може бути зменшено шляхом делегування монетарної політики "більш консервативному, ніж суспільство в цілому", агентів, тобто особі, яка більше уваги надає боротьбі з інфляцією, ніж обсягу виробництва, але такий результат досягається ціною зростання мінливості обсягу виробництва [77, с. 265].

Зміна статусу центрального банку у багатьох країнах відбулася під впливом результатів емпіричних досліджень А. Алесіні, Л. Саммерса, А. Цукермана, С. Вебба, Р. Бейда і М. Паркіна, які виявили обернену залежність між рівнем автономії центральних банків і рівнем інфляції у різних групах країн. Перше емпіричне дослідження впливу ступеня незалежності центрального банку на макроекономічні показники провів А. Алесіна в 1989 році на прикладі 17 країн. Результатом даного дослідження є наявність чіткої кореляції між рівнем незалежності центрального банку та рівнем інфляції. Пізніше було опубліковано дослідження А. Алесіні і Л. Саммерса, де розглядався вплив агрегованого індексу політичної та економічної незалежності центральних банків в 16 індустріальних країнах на номінальні і реальні макропоказники [212, с. 159]. В цілому одержані результати можна інтерпретувати як аргумент на користь незалежності центрального банку, так як 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.

Отже, можна зробити висновок, що для успішної реалізації монетарного режиму необхідною умовою є незалежність центрального банку, чітка та комплексна система комунікацій центрального банку з усіма макроекономічними агентами, функціонування досконалої системи економічного аналізу та прогнозування, прозорість діяльності центрального банку.

Варто зазначити, що наведені нами вище класифікація та аналіз режимів монетарної політики базуються на теоретичному положенні про можливість центральним банком використовувати лише один проміжний орієнтир (номінальний якір), щоб уникнути конфлікту цілей, який може негативно позначитись на ефективності грошово-кредитного регулювання, так звані повноцінні монетарні режими (*full-fledged monetary policy regims*). Разом з тим на практиці, особливо в перехідних економіках, досить часто використовується множина цільових орієнтирів. Окрім цього, інтеграційні процеси, в тому числі в грошовій сфері, призвели до появи цілої групи країн, які частково або повністю відмовились від власної валюти, що автоматично передбачає втрату незалежної грошово-кредитної політики. Враховуючи існування багатьох різноманітних підходів до трактування видів грошово-кредитної політики, пропонуємо власний варіант класифікації режимів грошово-кредитної політики (рис.1.7.).

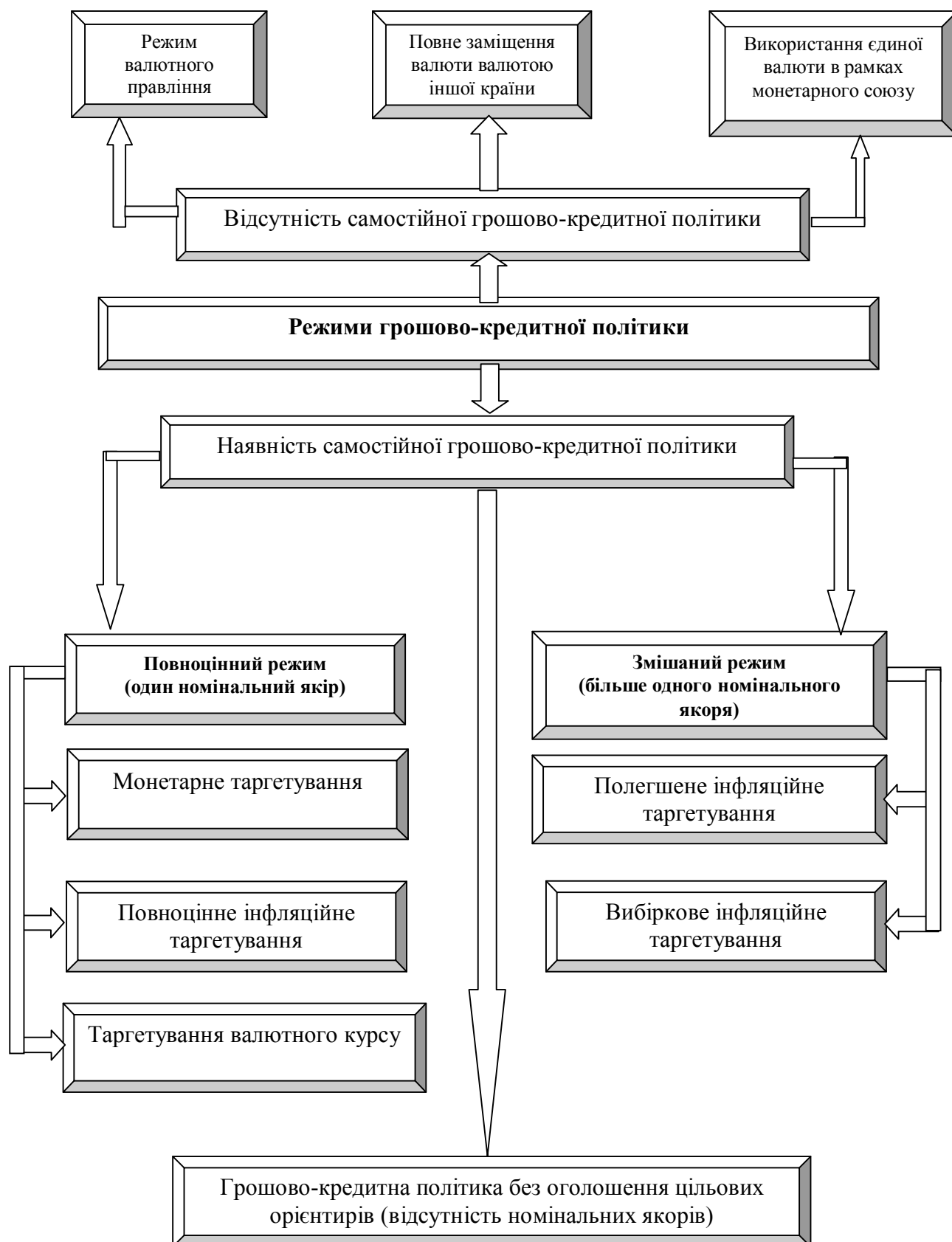


Рис. 1.7. Класифікація режимів грошово-кредитної політики⁷

Аналізуючи схему, можна зробити висновок, що країни, які проводять самостійну грошово-кредитну політику, використовують на рівні з повноцінними

⁷ Джерело: складено автором

режимами і змішані режими, а також режим грошово-кредитної політики, який базується на відсутності будь-яких кількісних орієнтирів і передбачає реагування монетарної влади на зовнішні та внутрішні шоки з використанням монетарних інструментів в залежності від цілей економічної політики. Режим без встановлення кількісних цільових орієнтирів використовується, зокрема, в США, так як ФРБ володіє високим ступенем довіри з боку економічних суб'єктів і може собі дозволити проведення гнучкої монетарної політики, направленої на одночасне досягнення цільових орієнтирів по інфляції, зайнятості в економіці без офіційного проголошення кількісних орієнтирів на перспективу. До повноцінних режимів пропонуємо віднести, розглянуті вище режими повноцінного інфляційного таргетування (full-fledged inflation targeting - FFIT), монетарного таргетування та таргетування обмінного курсу [223, с. 35].

Варто зазначити, що в практиці грошово-кредитного регулювання, зокрема в країнах з транзитивною економікою, досить часто використовують змішані режими, при яких враховують сукупність цільових орієнтирів (наприклад, валютний курс та грошова маса), при цьому не завжди офіційно визначено пріоритети того чи іншого орієнтира. Найчастіше всього, на нашу думку, в якості змішаного режиму розглядають полегшений варіант таргетування інфляції (inflation targeting lite - ITL) та вибіркоче інфляційне таргетування (eclectic inflation targeting – EIT) [250, с. 67]. Полегшений варіант таргетування інфляції можна розглядати в якості перехідного режиму, який практикується здебільшого в розвиваючих країнах в період реалізації структурних економічних реформ. Суть даного режиму полягає в проголошенні досить широких діапазонів коливання рівня інфляції, що фактично робить неможливим її використання в якості цільового орієнтира монетарної політики. Режим ITL характеризується низькою прозорістю монетарних рішень та низьким рівнем довіри до встановлених орієнтирів з боку суб'єктів економіки. Вибіркове інфляційне таргетування (EIT) дозволяє підтримувати інфляцію на досить низькому стабільному рівні без декларування і звітування по певному цільовому рівні. Даний метод в умовах високої фінансової стабільності дозволяє утримувати на певному

рівні і інші макропараметри, зокрема рівень цін, зайнятість населення і т. п. Режим ЕІТ використовують такі країни як: Швейцарія, Румунія та інші.

Наголосимо, що проблема вибору форми реалізації грошово-кредитної політики не має однозначного вирішення, не дивлячись на те, що більшість відомих зарубіжних економістів (Л. Болл, Б. Маккалум, Дж. Тейлор, М. Фрідман та ін.) віддають перевагу використанню при проведенні грошово-кредитної політики монетарного правила. Заперечення дискреційної політики, зокрема, є характерною рисою ортодоксально - монетаристської теорії. Але разом з тим багато дослідників виступають за доцільність використання в певних рамках елементів дискреційності в проведенні монетарної політики. Варто зазначити, що на практиці не виправданим є абсолютне протиставлення політики монетарних правил і дискреційної політики, яка передбачає певну свободу дій центрального банку. Звичайно, важко не погодитись з багатьма аргументами на користь розробки та використання основних принципів та правил реалізації монетарної політики, проте, на нашу думку, не варто впадати в крайнощі, так як не менш важливим є забезпечення гнучкості грошово-кредитної політики, можливість використання різних варіантів її реалізації, які враховують особливості економічної ситуації, її тенденції, вплив зовнішніх факторів. Не варто забувати і про те, що на практиці поява нових економічних явищ може не вписуватись в рамки певних відомих правил. Зауважимо, що вибір монетарного режиму обумовлюється рядом економічних та інституційних факторів та поведінкою економічних агентів в країні. Проблема вибору монетарного режиму виходить за межі розуміння механізму його дії в грошово-кредитній сфері, монетарний режим це засіб підвищення ефективності грошово-кредитної політики. При цьому монетарний режим можна розглядати як спосіб надання прозорості монетарній політиці, а також форма доведення інформації до економічних агентів про принципи реалізації центральним банком монетарного регулювання.

Отже, можна вважати, що вибір монетарного режиму здійснюється з метою структуризації зобов'язань центрального банку відносно стабільності грошової одиниці, врегулювання конфліктів між суб'єктами економічної політики,

досягнення ефективної комунікації із суспільством відносно цілей монетарної політики, механізмів прийняття і реалізації монетарних рішень і їх наслідків.

Висновки до першого розділу

Розвиток теорії макрорегулювання демонструє перманентно зростаюче значення ефективності монетарної політики для забезпечення цінової та макроекономічної стабільності як передумов економічного зростання. Функціональне застосування макроекономічної доктрини у практиці монетарної політики передбачає формування та застосування цілісної системи механізму монетарного регулювання.

1. Встановлено, що наприкінці ХХ ст. на зміну провідній макроекономічній концепції та теорії, на котрій будувався функціональний каркас монетарної політики – монетаризму, прийшла неокласична теорія або неокласичний синтез, яка поєднала ключові постулати неокейнсіанського підходу, теорію раціональних очікувань і теорію реальних бізнес-циклів, в результаті еволюції неокласичних монетарних теорій акценти змістились в напрямі посилення інституціонального аспекту монетарної політики центрального банку.

2. Визначено підхід до трактування процентного каналу монетарної трансмісії, що дозволяє відійти від узагальнень більшості процесів, які відбуваються як в економіці країни загалом, так і в грошово-кредитній сфері. Виділено блок асиметрії інформації (інфляційні та дефляційні очікування), який трансформує поведінку і банківського, і реального секторів економіки на грошовому ринку. Адже проблему активізації фінансової участі банківської системи у процесах оздоровлення реального сектору значною мірою можна вирішити на основі зменшення дефіцитів у інформаційному забезпеченні суб'єктів фінансових відносин. Оскільки саме інформація є визначальним чинником прийняття економічних рішень.

3. Доведено, що із зростанням відкритості національної економіки, посилюється значущість каналу грошово-кредитної політики, пов'язаного з валютним курсом. Зменшується ефективність процентного каналу, послаблюється дія кредитного каналу.

4. Сформульовано визначення категорії «механізм монетарного регулювання» як способу та функціональної сукупності теоретичних домінант обґрунтування монетарного режиму, системи монетарних трансмісійних процесів та організаційно-економічних заходів, що формують умови і порядок регулювання монетарних процесів центральним банком з метою досягнення цінової та макроекономічної стабільності, як провідних монетарних факторів зростання економіки.

5. Визначено структурно - функціональні складові механізму монетарного регулювання, які визначають основним об'єктом механізму монетарного регулювання – центральний банк, який формує порядок регулювання монетарних процесів з метою досягнення цінової та макроекономічної стабільності через систему монетарних трансмісій та визначення оптимального монетарного режиму.

6. Розкрито теоретико-концептуальну сутність монетарних режимів із визначенням цілей монетарної політики, інституційних підвалин, що регулюють дію центрального банку, завдань та монетарних інструментів, здійснено класифікацію монетарних режимів, виділено повноцінні та змішані режими монетарної політики.

7. Визначено критерії вибору оптимального монетарного режиму: рівень розвитку фінансового ринку, ступінь незалежності центрального банку в реалізації монетарної політики, поріг довіри до монетарної влади з боку економічних агентів, рівень інфляційних очікувань, ступінь відкритості економіки та можливості її протистояння впливу глобальної ліквідності.

8. Доведено, що необхідною умовою успішної реалізації монетарного режиму є незалежність центрального банку, чітка та комплексна система комунікацій центрального банку з усіма макроекономічними агентами, прозорість діяльності центрального банку.

РОЗДІЛ 2

ОСОБЛИВОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ МЕХАНІЗМУ МОНЕТАРНОГО РЕГУЛЮВАННЯ В ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ТА РИНКОВИХ ЕКОНОМІЧНИХ СИСТЕМАХ

2.1. Закономірності трансформації механізму монетарного регулювання в розвинутих країнах

XXI століття ознаменувалось початком формування єдиного глобального світового господарства. При цьому головним напрямом цього процесу стала глобалізація фінансової сфери економіки, котра передбачає зростання інтеграції національних ринків грошей і капіталів. Варта уваги і додаткового аналізу тенденція до уніфікації умов функціонування національних грошових систем різних країн. Адже саме уніфікація правил організації грошового обігу на міжнародному рівні є нині вирішальним фактором впливу глобалізації на стан грошових систем різних країн. У зв'язку з тим, що на сьогодні запровадження єдиної світової валюти поки що неможливе, зазначена уніфікація може здійснюватися двома основними способами: по-перше, у вигляді створення валютних зон на базі валютних угод, які допускають паритетне представництво країн-учасниць; по-друге, у вигляді валютної експансії за допомогою поширення обігу тієї чи іншої валюти на нові території.

У першому випадку створюється новий емісійний центр, що запроваджує в обіг нову валюту, єдину для учасників даного договору, на базі паритетного представництва. Прикладом такого способу уніфікації грошового обігу є створення Європейського економічного і валютного союзу із запровадженням у 1999 році єдиної європейської валюти для 11 країн-учасниць. Саме перехід країн Євросоюзу на єдину валюту розглядався у 1990-х роках як найважливіший фактор забезпечення економічної стабільності в регіоні, а жорстка координація макроекономічної політики стала основною умовою формування валютної зони. Головними цілями її створення були: прискорення темпів економічного зростання, зниження рівня без-

робіття, підвищення рентабельності інвестицій і посилення конкурентоспроможності європейської економіки, а також послаблення залежності зовнішньоекономічних операцій від американського долара.

Шлях до створення Європейського валютного союзу і запровадження єдиної грошової одиниці євро був складним і тривалим. Не ставлячи під сумнів загально визнаної думки, що Європейський Союз є результатом застосування методу малих кроків у процесі європейської інтеграції, можна виділити декілька моментів особливого стратегічного та історичного значення в становленні та розвитку монетарного союзу.

Запровадження єдиної європейської валюти передбачає створення макроекономічних умов для досягнення сталих темпів економічного зростання в довгостроковому періоді, яке буде супроводжуватись високим рівнем зайнятості та безінфляційним функціонування економіки. Для запровадження євро країни - члени Європейського Союзу насамперед повинні дотримуватись принципів конвергенції в монетарній та фінансовій сфері, такими вимогами є : стабільність цін - рівень інфляції в країні не повинен перевищувати середній рівень інфляції в трьох найбільш стабільних в ціновому відношенні країнах більше ніж на 1,5%, тобто бути на рівні приблизно 3-3,5%; дефіцит державного бюджету - рівень державної заборгованості не має бути вищим 60%, а дефіцит державного бюджету – 3% ВВП; рівень процентної ставки, який не може перевищувати середні ставки трьох країн-членів ЄС із найменшими показниками більш ніж на 2%, тобто бути на рівні приблизно 8,5-9%; стабільність обмінного курсу – відповідна валюта тієї або іншої країни має перебувати щонайменше протягом двох останніх років у дозволених межах коливання відносно інших валют.

1 січня 1999 року було створено ЄВС. З цієї дати запроваджується євро як офіційна валюта в країнах ЄС; остаточно визначаються курси перерахування національних валют у євро; вступають в силу правові норми для євро; ЕКЮ як колективна грошова одиниця припиняє своє існування: перерахування в євро здійснюється у співвідношенні 1:1; стає можливим застосування євро як активів на депозитних та інших рахунках; нові емісії в країнах-членах ЄВС здійснюються в

євро; ЄЦБ проводить єдину грошову політику. Найважливішим наслідком запровадження євро мало стати створення єдиного спільного економічного простору, у межах якого з'являться нові можливості для розвитку виробництва та зростання продуктивності праці через поглиблення конкуренції, розвиток співробітництва. Ці завдання досягались за рахунок: запровадження єдиного масштабу цін; ліквідації курсових втрат і ризиків при здійсненні економічних операцій між партнерами в середині єврозони; зменшення операційних витрат на конверсійні валютні операції; поглиблення уніфікації та зіставлення бухгалтерської звітності. Економічної статистики та аналізу, прогнозування, тощо. Введення євро мало і інші позитивні сторони: зменшення витрат на обмін валют; створення конкуренції долару США на валютних ринках; зменшення рівня валютних ризиків; інтенсифікацію внутрішньої та міжнародної торгівлі країн ЄС; посилення конкурентної позиції Європи в світі. Проте введення єдиної європейської валюти попервах мало і недоліки: зростання політичних конфліктів між країнами Європи та США; зростання політичної напруги в середині ЄС; високий ступінь взаємозалежності економічних та фінансових систем країн-учасниць.

Ідея створення Європейського центрального банку (ЄЦБ) виникла ще в 80-х роках ХХ ст., а в 1988 р. Комітет "За валютний союз в Європі" опублікував детальні пропозиції щодо механізму функціонування ЄЦБ, де було розроблено питання щодо мандата, організаційної структури, функцій і статусу вищого органу валютного союзу – Європейської системи центральних банків (ЄСЦБ), яка складається з ЄЦБ і центральних банків країн – членів ЄВС. Статут ЄСЦБ і ЄЦБ було прийнято у рамках Маастрихтського договору. 25 травня 1998 р. уряди 11 країн – учасниць ЄВС обрали президента, віце-президента і чотирьох членів виконавчої дирекції, їхні повноваження стали чинними 1 липня 1998 р. Цей день вважається днем створення Європейської системи центральних банків і Європейського центрального банку, який розташований у Франкфурті-на-Майні (Німеччина). 1 січня 1999 р. разом із запровадженням єдиної валюти євро почала функціонувати Європейська система центральних банків.

Структура Європейської системи центральних банків включає в себе Європейський центральний банк (ЄЦБ) та національні центральні банки країн – членів Європейського Союзу (додаток Д).

Зазначимо, що ЄСЦБ не є юридичною особою і, відповідно, не має повноважень по реалізації монетарної політики. Керівними органами ЄЦБ є Рада керуючих (Правління), Виконавчий комітет та Генеральна Рада. Генеральна Рада складається з Президента ЄЦБ та його віце-президента, а також голів національних центральних банків всіх країн - членів ЄС. Генеральна Рада буде існувати до тих пір, поки будуть залишатися країни-члени Євросоюзу, які не запровадили євро в своїх країнах як власну валюту. Генеральна Рада покликана сприяти в проведенні необхідної підготовчої роботи стосовно встановлення жорстко фіксованих обмінних курсів для валют тих країн-членів ЄС, які ще не перейшли на євро. Повноваженнями Ради керуючих є розробка та спрямування грошово-кредитної політики у зоні євро, у сфері використання монетарних інструментів Рада має виключне право встановлювати рівень та порядок формування мінімальних обов'язкових резервів, процентну ставку ЄЦБ. Комітет безпосередньо реалізовує монетарну політику, орієнтири якої розробляються Радою керуючих ЄЦБ, здійснює операції на фінансових ринках та координує діяльність національних центральних банків у сфері готівково-грошової пропозиції, рефінансування, банківського нагляду тощо.

Виходячи з того фундаментального значення, яке надається ролі незалежності Європейської системи центральних банків та Європейського центрального банку у макроекономічній політиці в ЄС, і були сформульовані основні складові незалежності цих монетарних інституцій:

- керівний склад цих структур у прийнятті грошово-політичних рішень є незалежним від рішень національних урядів та європейських законодавчих та виконавчих органів;
- у процесі емісійної та іншої роботи з організації грошової пропозиції фінансові проблеми кредитних інститутів та національних урядів не можуть правити за імператив прийняття грошово-політичних рішень:

- ЄЦСБ та ЄЦБ не можуть підтримувати політику ЄС чи окремої країни, якщо вона суперечить дотриманню стабільності цін. Також вони є незалежними у виборі стратегії монетарної політики: проміжних величин та їх кількісного виразу, методики монетарного таргетування, підбору арсеналу інструментів тощо.

Як центральний банк, ЄЦБ покликаний виконувати низку завдань, а саме: "визначення та втілення монетарної політики Співдружності; проведення операцій з іноземною валютою; утримання офіційних резервів в іноземній валюті держав-членів ЄС та управління цими резервами; забезпечення чіткої роботи платіжної системи; санкціонування випуску банкнот; виконання інших завдань" [246, с. 25]. Однак, головною його ціллю є забезпечення цінової стабільності. Причому, на відміну від Федеральної резервної системи, однією з цілей якої є підтримання стабільності цін, ЄЦБ прийняв кількісну концепцію визначення цінової стабільності. Кількісна концепція цінової стабільності як базова модель монетарної політики є безпосереднім орієнтиром при втіленні останньої, причому транспарентним для ринків та для широкого кола громадськості. За проміжну мету монетарної політики визначено процентну зміну широкої грошової маси М3 у межах 4,5%. Так, статутні документи ЄСЦБ та ЄЦБ визначають, що критерієм цінової стабільності і кінцевою метою монетарної політики ЄЦБ є рівень гармонізованого індексу споживчих цін (ГІСЦ) - нижче 2% річних. ГІСЦ є концептуально новим агрегованим індексом цін і ніколи раніше не використовувався на практиці національних та регіональних економік. Гармонізований індекс споживчих (ГІСЦ) використовується в ЄС з 1995 року. Інформація про рівень споживчих цін направляється до Євростату національними статистичними агенствами, які зобов'язані опрацьовувати для Євростату близько ста індексів для обрахунку ГІСЦ щомісяця.

Особливість концепції ГІСЦ визначається не стільки його низьким кількісним виміром, скільки тим, що з його допомогою можна вирівнювати, гармонізувати національні індекси цін у всіх країнах євро зони з максимальним охопленням споживчих витрат, для того, щоб оцінити, наскільки в ЄС досягнута стабільність цін. В нашому національному визначенні індекс споживчих цін (ІСЦ)

розраховується як співвідношення суми вартості фіксованого набору товарів і послуг в звітному періоді і суми вартості даного набору в базовому періоді.

Головна ідея ГІСП полягає в тому, щоб виділити та диференціювати вплив на нього найбільш суттєвих факторів. Експерти Євростата вважають, що, наприклад, виділення енергетичного компонента ГІСП пов'язано з впливом на нього цін на нафту; поділ продовольчих товарів на продукти харчування і сировину зумовлене тим, що сезонні коливання і погодні умови впливають на даний компонент (як це було в 2002 р.) в більшій мірі, ніж на готові продукти харчування. Кореляцію між зростанням ГІСП та індексом зростання грошової маси МЗ показує коефіцієнт еластичності інфляції. Даний показник характеризує реакцію цін на зміну кількості грошей, а також може характеризувати кількісну та зворотну реакцію. Можливо, даний показник і не має теоретичного значення, але може слугувати в якості практичного інструмента оцінки динаміки цін та грошової маси. Розрахунок коефіцієнта еластичності інфляції проводиться за формулою:

$$E = \frac{\text{ГІСП}}{\text{Індекс зростання МЗ}} \quad (5)$$

Зазвичай коефіцієнт еластичності інфляції менше одиниці, тобто інфляція нееластична або мало еластична. На практиці рідко трапляється, щоб індекс росту грошової маси в довгостроковому періоді був менше індексу росту цін. В нашому випадку індекс інфляції по грошовій масі МЗ завжди менше одиниці (2004 р.- 0,29; 2005 р. - 0,30; 2008 р. – 0,38), що дозволяло ЄЦБ поступово нарощувати грошову масу, в тому числі і за рахунок збільшення валютних резервів, без очікувань адекватного зростання інфляції [221, с. 100]. Цілком зрозуміло, що при значенні коефіцієнта еластичності інфляції більше одиниці, подальше нарощування грошової маси МЗ неминуче призвело б до зростання інфляції.

Основними принципами успішної монетарної політики ЄЦБ вважає такі: вона має твердо закріплювати інфляційні очікування; бути далекоглядною, враховувати тривалі лаги; повинна спрямовуватися на середньострокову перспективу; має спиратися на широку базу статистичних даних і економічних індикаторів.

З метою вибору оптимального монетарного режиму для країн, які входять до монетарного союзу, представниками Європейського монетарного інституту було проведено ряд досліджень по вивченню особливостей запроваджених в світовій економіці монетарних режимів, в результаті було прийнято аргументоване рішення, що найоптимальнішим монетарним режимом для ЄЦБ є монетарне таргетування.

Аналізуючи позитивні сторони запровадження монетарного таргетування було визначено, що застосування монетарного таргету в якості експліцитної цілі посилює відповідальність монетарної влади за результати реалізації монетарної політики, кількісно визначений орієнтир буде зрозумілим макроекономічним агентам, що дозволить знизити інфляційні очікування і стабілізувати їх на низькому рівні, визначення монетарного таргета зобов'язує центральний банк проводити прозору монетарну політику та звітувати перед громадськістю про її результати чи причини відхилення від наперед заданих параметрів таргету, встановлення монетарного таргету та використання інструментів монетарної політики по забезпеченню його стабільності знаходиться виключно в компетенції центрального банку, що відповідно передбачає повну відповідальність монетарного регулятора досягнуті результати чи прорахунки в реалізації монетарної політики.

Окрім того, результати проведених емпіричних досліджень підтвердили доцільність запровадження саме монетарного таргетування, з огляду на стабільність попиту на широку грошову масу в країнах - членах зони євро [246].

Разом з позитивними сторонами запровадження монетарного таргетування в країнах ЄС, розглядалися і негативні наслідки використання монетарного таргетування як основи монетарної стратегії ЄЦБ. Зокрема наголошувалось, що потрібно встановити який саме грошовий агрегат має найбільш тісний взаємозв'язок із зростанням цін, зазначалось, що режим монетарного таргетування може виявитись неефективним для компенсації короткострокових шоків попиту та пропозиції, виникнення яких пов'язано із змінами відсоткових ставок.

З огляду на наведені дослідниками аргументи професор О.Іссінг у 1998 році запропонував нову структуру монетарної стратегії ЄЦБ, яка б поєднувала структурні особливості як монетарного так і інфляційного таргетування [247, с. 35].

На практиці нині діють три документи стратегічного характеру, видані Європейським центральним банком, які регламентують його діяльність по проведенню монетарної політики.

Перший – прес-реліз Керівної ради ЄЦБ від 13 жовтня 1998 року "Орієнтована на стабільність стратегія монетарної політики ЄСЦБ". У ньому окреслено такі елементи монетарної стратегії:

- кількісне визначення первинної цілі єдиної монетарної політики — цінової стабільності;
- середньострокова перспектива цінової стабільності;
- встановлення опорного значення зростання грошового агрегату (так звана "перша опора" монетарної стратегії);
- аналіз широкого спектра економічних і фінансових змінних як індикаторів майбутньої динаміки цін ("друга опора").

У документі обґрунтовується вибір показника інфляції - гармонізованого індексу споживчих цін, який не повинен перевищувати 2%.

Дві опори стратегії монетарної політики характеризуються так:

- "Гроші відіграватимуть визначну роль. Вона виявлятиметься в оголошенні кількісного опорного значення зростання широкого грошового агрегату. Опорне значення обиратиметься як таке, що відповідає ціновій стабільності. Відхилення поточного зростання монетарного агрегату від опорного значення за нормальних умов сигналізуватиме про ризики ціновій стабільності. Концепція опорного значення не означає зобов'язання механічного коригування відхилень у довгостроковому періоді. Взаємозв'язок між фактичним монетарним зростанням і оголошеним опорним значенням регулярно аналізуватиметься Керівною радою ЄЦБ; результат цього аналізу і його вплив на рішення монетарної політики пояснюватиметься громадськості".

- "Паралельно з аналізом монетарного зростання порівняно з опорним значенням істотну роль у стратегії ЄСЦБ відіграватиме широка оцінка динаміки цін і загроз ціновій стабільності в Єврозоні. Ця оцінка здійснюватиметься з

використанням широкого ряду економічних і фінансових змінних як індикаторів майбутньої цінової динаміки".

Зазначеним документом передбачається також регулярне інформування громадськості Керівною радою ЄЦБ про оцінку монетарної, економічної і фінансової ситуації в Єврозоні та про причини прийняття рішень у монетарній політиці. Другим документом є : *прес-реліз Керівної ради ЄЦБ від 1 грудня 1998 року "Кількісне опорне значення монетарного зростання"*. Згідно з даним документом, опорне значення встановлюватиметься для широкого монетарного агрегату МЗ. Він складається з готівки в обігу плюс певні зобов'язання монетарних фінансових інституцій - резидентів Єврозони. До таких зобов'язань належать: депозити овернайт, депозити з погодженим терміном погашення до двох років, депозити, що підлягають поверненню за вимогою до трьох місяців, РЕПО, боргові цінні папери з терміном погашення до двох років, цінні папери фондів грошового ринку і чисті папери грошового ринку. Опорне значення монетарного зростання має відповідати і слугувати досягненню цінової стабільності. Далі в прес-релізі зазначено, що опорне значення монетарного зростання має враховувати зростання реального ВВП і швидкість обертання грошей. З погляду середньострокової орієнтації монетарної політики доцільно базувати виведення опорного значення на припущеннях щодо середньострокового тренду реального зростання ВВП і швидкості обертання грошей. Оцінка тренду зростання реального ВВП становить 2 - 2.5% за рік. Проте не інфляційне зростання у Єврозоні в майбутньому може бути вищим у разі проведення необхідних структурних реформ на ринку праці і товарів. Щодо швидкості обертання грошей середньострокові тенденції мають оцінюватися в світлі інституційних змін, пов'язаних із утворенням монетарного союзу. Враховуючи це та динаміку швидкості обертання грошей за останні двадцять років, передбачається щорічне її зниження на 0.5 - 1%.

Останнім третім документом був *прес-реліз Керівної Ради ЄЦБ від 8 травня 2003 року "Стратегія монетарної політики ЄЦБ"*. Цей документ уточнює кількісне визначення первинної цілі монетарної політики - підтримки цінової стабільності - як "утримання інфляції на рівні, що не перевищує 2% протягом середньострокового

періоду", зважаючи на небажаність як інфляційних, так і дефляційних процесів та ймовірність завищення інфляції внаслідок специфіки обчислення гармонізованого індексу споживчих цін.

В останньому прес – релізі також було охарактеризовано основні пункти звіту голови ЄЦБ стосовно результатів проведення монетарної політики. В доповіді має бути зацентровано увагу як на висновках монетарного так і економічного аналізу, які стосуються шляхів досягнення основної цілі монетарної політики – цінової стабільності. Відповідно монетарний аналіз передбачає "оцінку середньострокових та довгострокових тенденцій у динаміці інфляції з точки зору тісного взаємозв'язку між грошима і цінами у тривалому часовому горизонті» [152]. В ході монетарного аналізу братиметься до уваги динаміка широкого ряду монетарних індикаторів, що входять до МЗ, його компонентів і відображень, особливо кредиту, і різних показників надлишкової ліквідності.

Для виконання основного завдання по забезпеченню цінової стабільності ЄЦБ використовує дві методики аналізу макроекономічних процесів. Відповідно до стратегії ЄЦБ прийняття рішень з реалізації монетарної політики здійснюється на основі всебічного аналізу ризиків для цінової стабільності. Даний аналіз побудований таким чином, що фактори, які впливають на зміну цін оцінюються в двох взаємопов'язаних площинах. Аналіз в одній площині передбачає оцінку факторів, які визначають динаміку цін в коротко- і середньостроковому перспективі. Значна увага при цьому приділяється процесам в реальній економіці і фінансовій кон'юнктурі. При здійсненні даного виду аналізу враховується той факт, що при середньостроковій перспективі цінова динаміка в значній мірі визначається кон'юнктурою попиту і пропозиції на ринку товарів, послуг та факторів виробництва. В ЄЦБ даний вид аналізу називають «економічним». В рамках даного аналізу розглядаються такі фінансово-економічні показники як: сукупний попит, кон'юнктура ринку праці і капіталу, фіскальна політика, зміна валютного курсу тощо. Монетарний аналіз розрахований на більш тривалу перспективу і присвячений дослідженню добре відомої залежності між грошовою масою і рівнем цін. Серед ключових показників, динаміку яких аналізує та вивчає ЄЦБ, варто

виділити грошову масу. В основі даного рішення лежить визнання того факту, що в середньо- і довгостроковій перспективі між зростанням грошової маси та інфляцією існує тісний взаємозв'язок. Виходячи з даної залежності, у грошово-кредитній політиці з'являється надійний номінальний якір, який має більш тривалу дію ніж інфляційні прогнози. Таким чином, важлива роль, яка відводиться показнику грошової маси як інструменту стратегії, одночасно обумовлює і середньостроковий характер самої стратегії. Окрім того, гроші є суттєвим чинником щодо передачі імпульсів на рівень цін в монетарній трансмісії. Особливе значення грошей і кредиту проявляється функціонуванні кредитного каналу в монетарному трансмісійному механізмі при існуванні диспропорцій фінансового ринку.

Зауважимо, що акцент на монетарному аналізі як першій опорі монетарної стратегії та оголошення опорного значення динаміки грошової маси не є типовим для сучасних монетарних устроїв розвинутих країн. Оголошення проміжних цільових орієнтирів для зростання пропозиції грошей було невід'ємним елементом монетарної політики провідних центральних банків у 1970-х роках. Проте в умовах пом'якшення інфляційних процесів у 1990-х роках роль грошових агрегатів у монетарних устроях цих країн значно послабилася.

У фундаментальній науковій публікації ЄЦБ "Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy" виокремлюються деякі аспекти важливості монетарного аналізу. Насамперед грошовими агрегатами можна замінити та макроекономічні змінні, які важко піддаються прогнозуванню. Окрім того, монетарні агрегати можуть вимірюватися в реальному часі і мають значну часову перевагу над такими показниками економічної кон'юнктури, як ВВП - розрив чи природна (рівноважна) відсоткова ставка, значення яких поділяється з певним часовим лагом [252].

Головна мета проведення монетарного аналізу полягає в пошуку стійких факторів впливу на інфляцію в довгостроковому та короткостроковому періоді та визначення методів їх нівелювання. Набір інструментів, які використовуються Європейським центральним банком при здійсненні монетарного аналізу складається з: моніторингу різних монетарних і кредитних індикаторів; показників рівня

ліквідності економіки; комплексного аналізу динаміки монетарного агрегату МЗ та інших індикативних змінних; аналізу динаміки грошей і кредитних коштів з урахуванням динаміки цін активів [153, с. 220].

Варто зазначити, що аналіз тенденцій в сфері грошового обігу не обмежується контролем за тим, щоб темпи росту МЗ відповідали реферативному значенню. В процесі монетарного аналізу проводиться всебічна оцінка ліквідності на основі інформації про структуру росту МЗ (його компонентів). Детальний аналіз балансових показників і структури росту МЗ допомагає виділити із інформації про перебіг процесів в грошово-кредитній сфері сигнали, які вказують на довгострокові інфляційні тенденції. Особлива увага при цьому приділяється найбільш ліквідним компонентам МЗ, і насамперед, агрегату М1. Отже, використання двох різних методик аналізу (економічної і монетарної) дозволяє монетарній владі здійснити звірку показників, отриманих за допомогою короткострокового економічного і довгострокового монетарного аналізу для прийняття відповідних рішень з реалізації монетарної політики (рис. 2.1).



Рис. 2.1. Стратегія грошово-кредитної політики ЄЦБ⁸

Незаперечним є той факт, що реалізації монетарної політики на теренах європростору має здійснюватись незалежним центральним банком, проте варто також зазначити, що в умовах демократії незалежність центрального банку має повинна поєднуватись із його підзвітністю суспільству. В даному випадку під підзвітністю розуміємо юридичне та політичне зобов'язання незалежного центрального банку належним чином обґрунтовувати свої рішення перед громадянами та їх виборними представниками. Друга концепція, яка чітко пов'язана із підзвітністю центрального банку – це принцип транспарентності. ЄЦБ вважає транспарентність важливою складовою грошово-кредитної політики, акцентуючи на важливості ефективного інформування громадськості та взаємодії з нею. Збільшення транспарентності грошово-кредитної політики має за мету викликати більшу довіру до монетарної політики з боку громадян і тим самим збільшити ефективність грошово-кредитної політики. Транспарентність в першу чергу

⁸ Джерело: складено автором на основі [245]

передбачає роз'яснення центральним банком аналітичного підходу, яким він керується при прийнятті внутрішніх рішень і при оцінці економічної ситуації, а також доволі часто виступати перед громадськістю з економічним обґрунтуванням обраного ним курсу.

Починаючи з другої половини 2004 року посилення монетарної динаміки в єврозоні відбувалося паралельно зі зростанням попиту на кредити приватного сектору, причому найістотніше збільшувалися найліквідніші компоненти МЗ, що було розцінено як наслідок низьких відсоткових ставок. Натомість впливи невизначеності на фінансовому ринку значно зменшилися, про що свідчило зближення динаміки МЗ та скоригованого МЗ. Монетарний аналіз у цій ситуації давав підстави для висновку про зростання інфляційних ризиків, однак, зважаючи на результати економічного аналізу (другої "опори" монетарної стратегії ЄЦБ) рішення про монетарну рестрикцію не приймалося.

На нашу думку, варто детальніше зупинитись на таких складових монетарного механізму як монетарні інструменти, які використовує ЄЦБ для реалізації задекларованих цілей грошово-кредитної політики.

Розробка методології монетарних інструментів ЄЦБ вважалась одним із найскладніших завдань по підготовці до запровадження функціонування Європейської системи центральних банків. Це пов'язано як з тим, що фінансові посередники на національному рівні пристосувались до дії відповідних інструментів "своїх" центральних банків, так і з тим, що основні напрямки диверсифікації фінансових інструментів на відповідних ринках різняться.

Для виконання свого основного завдання Євросистема має в своєму розпорядженні ряд інструментів та процедур грошово-кредитної політики. Вони утворюють операційні механізми, які використовуються для реалізації грошово-кредитної політики. Як і в операційних механізмів так і в монетарної стратегії є свої конкретні завдання. Стратегія визначає рівень процентних ставок на грошовому ринку, необхідний для забезпечення цінової стабільності в середньостроковій перспективі, а операційні механізми визначають, як забезпечити даний рівень процентних ставок за допомогою наявних інструментів грошово-кредитної

політики. ЄЦБ для реалізації монетарної політики використовує: операції на відкритому ринку і постійно діючі механізми (резервний механізм ломбардного кредитування і депозитний механізм), мінімальні резерви. Резервні вимоги забезпечують стабілізацію грошового мультиплікатора, що важливо з огляду на кількісну концепцію вибору проміжного орієнтира у системі монетарної політики у зоні євро, а також стабільний попит банків на ліквідність, деноміновану в євро. Однак, згідно методології монетарних інструментів ЄЦБ, мінімальним резервним вимогам відводиться відносно велике значення, на чому відобразились тенденції загальної мінімізації ролі цього інструмента у стратегіях розвитку регулюючих важелів сучасних центральних банків. Це, зокрема, відображається у досить ліберальному підході до режиму резервування: мінімальна резервна ставка складає 2% (з можливого діапазону в 0-10%); кредитні інститути мають право зменшити нараховану суму обов'язкових резервів на єдину для всіх величину у 100 тис. євро; передбачено механізм виплати процентів за обов'язкове резервування з боку ЄЦБ в розмірі ставки 14-денного тендера; має місце значний лаг між базовим для розрахунку періодом та фактичним депонуванням коштів (24 дні), що робить вплив цього інструмента і на активи і на ліквідність банків передбачуваною; касова готівка не підлягає резервуванню; для виконання мінімальних резервних вимог достатньо підтримувати необхідний залишок на операційному рахунку у своєму центральному банку.

База для розрахунку усередненого значення суми, що підлягає резервуванню, є досить широкою, однак відсутність диференціації рівня ставок за видом об'єкта, що підпадає під дію цього інструмента, робить подібний режим резервування привабливим з точки зору банківського менеджменту і стабілізації грошового мультиплікатора. Так, у базу для об'єкта суми мінімальних резервів відносяться: усі види банківських депозитів; емітовані банком цінні папери, окрім тих, що знаходяться в активах інститутів, які формують резерви в євро, та тих, що відображають зобов'язання перед ЄСЦБ. Крім того, зобов'язання за угодами РЕПО та зобов'язання строком понад 2 роки не підпадають під дію резервних вимог. Кредитні інститути мають право із суми зобов'язань по резервуванню, базою для

розрахунку якої виступає емісія власних цінних паперів, що розміщені в інших кредитних інститутах, відрахувати суму, максимальний розмір якої може складати 30% загального обсягу емісії таких цінних паперів [75, с. 156].

Для управління банківською ліквідністю, деномінованою в євро, у короткостроковому періоді передбачені постійно діючі механізми ЄЦБ. Їхньою характерною ознакою є те, що основне їхнє завдання полягає у постачанні або вилученні ліквідності грошового ринку і таким чином - забезпеченні коливань ринкових ставок (у першу чергу, overnight) у бажаному діапазоні. Специфікою цього інструмента монетарної політики ЄЦБ є те, що його застосування безпосередньо пов'язане з досягненням тактичних цілей грошово-кредитної політики в європросторі - односторонньої ставки грошового ринку та забезпеченням функціонування розрахунково-платіжної системи TARGET. За своєю природою постійно діючими механізмами є депозитні (для вилучення ліквідності) та кредитні (для постачання ліквідності) операції, ставки за якими є найнижчими та найвищими ставками у системі процентних ставок, які встановлює ЄЦБ. Депозитні механізми функціонують як одностороннє депонування кредитними інститутами на рахунках своїх центральних банків надлишкових резервів, яким не знайшлося іншого застосування в процесі управління короткостроковими активами. Простота даної операції дозволяє забезпечити відносно високий рівень її стандартизації в розрізі національних систем. Кредитні операції постійно діючих механізмів є менш стандартизованими і здійснюються в рамках методологічних рішень національних центральних банків. Кредитні механізми ЄЦБ існують: у формі одностороннього овердрафту по операційному рахунку у національному центральному банку, який автоматично трансформується у кредит overnight; у формі прямого одностороннього РЕПО; у формі ломбардного кредиту. Процес стандартизації використання цього інструмента ЄЦБ забезпечує через вимоги щодо обов'язковості заставного характеру згаданої операції та через зарахування коштів на рахунки реципієнтів ліквідних вливань Банку до завершення роботи європейської платіжної системи.

Важливість функціонування у системі інструментів монетарної політики ЄЦБ важелів короткострокового впливу на ліквідність та істотна роль, яка їм відводиться

у методології інструментів, пов'язуються, в першу чергу, з процесами становлення інтегрованої системи грошового ринку у моновалютній імплементації.

Операції відкритого ринку в системі монетарних інструментів Європейського центрального банку істотно відрізняються від аналогічних і звичних операцій центрального банку на ринку цінних паперів. Даний блок інструментарію ЄЦБ є досить складним з точки зору структури побудови та досить диференційованим за призначенням у системі монетарного регулювання та проведенням операцій. Однак, саме ці операції відносяться до тих, на які припадає основне навантаження по більш глибокому впливу на грошовий ринок і, відповідно, на проміжні цілі монетарної політики, порівняно з постійно діючими механізмами.

Операції відкритого ринку ЄЦБ поділяються на чотири види: основний інструмент рефінансування; інструмент довгострокового рефінансування; операції тонкого налаштування; структурні операції.

Основним інструментом рефінансування є щотижневий тендерний аукціон, на якому виставляються на продаж ресурси, покликані врегулювати баланс в обсягах ліквідності кредитних інститутів. Фактично, попит на ресурси, що пропонуються ринку через основний інструмент рефінансування, відображає незбалансованість банківських ліквідних позицій, а отже, є достатньо інформативним джерелом моніторингу грошового сектора. Строковість цих операцій складає 14 днів, а ставка наперед фіксована, тобто аукціон здійснюється за кількісним критерієм (мінімальна величина заявки 1 млн. євро). Невід'ємним атрибутом цього інструменту є застава, що блокується у відповідному депозитарії. Через це забезпечується стандартизований підхід до національних банків з боку ЄЦБ. Кошти, отримані через основний інструмент рефінансування, зараховуються на операційний рахунок банку у національному центральному банку.

Інструмент довгострокового рефінансування покликаний більш глибоко впливати на збалансування потреб банків у ресурсах ліквідності та компенсувати відмову від прямого дисконтування комерційних векселів у процесі реалізації облікової політики. Він функціонує як щомісячний аукціон, що забезпечує пропозицію ресурсів строком на 3 місяці. Організований як ціновий тендер,

інструмент довгострокового рефінансування забезпечує більш ринкове визначення норми процента порівняно з постійно діючими механізмами, чи навіть з основним інструментом рефінансування. Однак, система визначення процентної ставки, за якою задовольняються заявки на відповідні ресурси, побудована таким чином, щоб перевищувати рівень ставки, під яку пропонуються ринку ресурси через основний інструмент рефінансування. За рахунок цього досягається формування раціональної кривої доходності на ринку. Водночас, стосовно величини ресурсів, що виставляються на продаж при довгостроковому рефінансуванні, забезпечується гнучкіший підхід через встановлення широкого діапазону вартості заявок, що надсилаються до участі з аукціоні.

В арсеналі монетарних інструментів ЄЦБ операції тонкого налаштування входять у систему операцій відкритого ринку. Від постійних інструментів рефінансування їх відрізняють як нестандартні терміни проведення, обсяги операцій, обмежене коло учасників тощо, так і централізований характер їхнього проведення. Операції тонкого налаштування поділяються на: двосторонні операції з фіксованою процентною ставкою та обсягом, що здійснюються у вигляді кредитних/депозитних тендерів або прямого/оберненого РЕПО; швидкі кредитні/депозитні тендери, які тривають від моменту оголошення про проведення до зарахування коштів на операційні рахунки не більше години; валютні свопи. Ці операції покликані забезпечити спроможність ЄЦБ миттєво реагувати на ситуацію на грошовому ринку, причому як у напрямку звуження його ліквідності (стерилізації), так і в напрямку негайного збільшення обсягів грошової пропозиції.

Четвертою складовою системи операцій на відкритому ринку ЄЦБ є структурні операції, основним призначенням яких є забезпечення впливу на грошовий ринок на невизначений або тривалий термін з метою його структурного збалансування. Вони поділяються на: прямі угоди за ринковим курсом ("аутрайт"), які можуть проводитись як у централізованому, так і децентралізованому режимі, як на біржовому, так і позабіржовому ринку; емісію власних боргових зобов'язань терміном обігу до 1 року з можливістю їх продажу на вторинному ринку. Варто

наголосити, що операції тонкого налаштування та структурні операції є важелями антикризового реагування і не можуть застосовуватись на щоденній основі.

Оскільки рівень процентних ставок тісно пов'язаний з валютним курсом, а від валютного курсу безпосередньо залежить конкурентоспроможність національних товарів на світовому ринку, ЄЦБ неодноразово змінював процентні ставки для підтримання курсу євро. Так, якщо очікується падіння валютного курсу, ЄЦБ підвищує процентні ставки, що відповідно спричинює підвищення курсу валюти.

У разі стабільності валютного курсу або його підвищення ЄЦБ може залишати процентні ставки без змін або знижувати їх. Звичайно, на рівень процентних ставок впливає не тільки динаміка валютного курсу, але цей фактор досить вагомий. Рішення про зміну основних відсоткових ставок в Європі приймає Правління Європейського центрального банку (Governing Council). Починаючи з 7 січня 1999 року, засідання ради проходять по четвергах кожні два тижні. Станом на грудень 2011 року ставка рефінансування встановлена ЄЦБ складає 1,25 %. Представники урядів деяких країн-членів ЄС піддали гострій критиці монетарну політику ЄЦБ, заявивши, що ріст короткострокових процентних ставок може уповільнити темпи економічного зростання. Однак, президент ЄЦБ, зауважив, що ЄЦБ не може втратити репутацію захисника цінової стабільності, так як зростання прогнозів по темпах інфляції може призвести до підвищення середньо- та довгострокових процентних ставок. В 2008 році ЄЦБ планував утримати інфляцію в ЄС на рівні трохи вище 2%. Проте вже в березні 2008 р. стало зрозуміло, що рівень інфляції, який склав в березні 2008 р. в євросоні 3,2%, далекий від прогнозованого. Станом на грудень 2010 року середньостатистичний показник рівня інфляції в ЄС становить 3,1 %. На думку аналітиків, зростання цього показника помітно прискорили ціни, що стрімко зростають на енергоносії і продукти харчування. Експерти говорять про те, що останнім часом значно погіршилась економічна ситуація в країнах Євросоні, і, можливо, незабаром ЄЦБ піде за прикладом Федеральної резервної системи (ФРС) США і знизить облікову ставку, навіть не дивлячись на високий ризик подальшого зростання інфляції. Ці прогнози експертів заперечив член виконавчої ради ЄЦБ, Юрген Штарк, повідомивши, що за високих

темрів інфляції, нинішня грошово-кредитна політика буде забезпечувати, насамперед, цінову стабільність в середньостроковій перспективі і надійно закріплювати інфляційні очікування.

На думку автора, варто розглянути і проблеми, які окреслились з початком діяльності ЄЦБ та проведенням ним єдиної монетарної політики. Головна з них полягає у тому, що єдині для всіх країн Євросони рішення у сфері монетарної та валютної політики не в змозі врахувати специфіку та особливості поточного стану економіки кожної з них. Крім інструментів монетарної політики, ніяких додаткових заходів, які б враховували особливості економічного стану окремих держав, – навіть таких важливих, як специфіка ділового циклу, – ЄЦБ не має. Для вирішення таких проблем необхідно використовувати інші засоби, відмінні від монетарної політики, причому, з огляду на особливості ситуації кожної країни, – різні: бюджетну, промислово, інвестиційну, соціальну політику тощо. Зрозуміло, ЄЦБ має знайти своє місце у такій координаційній роботі – чи за рахунок більшої відкритості власних рішень та мотивації їх прийняття, чи шляхом розширення участі в розробці узгоджених спільних рішень, якщо це не суперечить його незалежності та установчим документам. Координація Європейським центральним банком монетарної і фіскальної політики – завдання складне. Відомо, що жорсткіша фіскальна політика сприяє пом'якшенню грошово-кредитної політики. Складність полягає у тому, що економічні цикли країн ЄВС не синхронізовані. Так, зниження ЄЦБ процентних ставок у всіх країнах ЄВС завдасть шкоди фіскальній політиці в країнах, що перебувають на стадії економічного піднесення. Підвищення процентних ставок заважатиме здійсненню жорсткої фіскальної політики в країнах, що переживають економічний спад. Інша проблема полягає в тому, що терміни здійснення фіскальної і монетарної політики не збігаються. Фіскальна політика планується на кілька років. Монетарна політика є більш короткостроковою і не може підстроюватись під фіскальну політику кожної країни. Вагомим аргументом є те, що ЄЦБ – незалежний інститут, а фіскальна політика може бути об'єктом політичного силового тиску. З другого боку, посилення соціальної політики рядом європейських держав суперечить діям ЄЦБ щодо підтримання цінової стабільності.

Проте за браком легітимних механізмів узгодження загальноекономічних рішень окремих країн і рішень ЄЦБ останній не може продуктивно вирішувати ці питання. Можливості ЄЦБ дають йому змогу лише публічно полемізувати із цих питань.

Проблема полягає в необхідності, з одного боку, здійснення ЄСЦБ уніфікованої монетарної політики і використання загальних інструментів стримування інфляції, а з іншого – врахування національних відмінностей країн і сприяння їх економічному зростанню. Так, в Італії підвищення процентних ставок може призвести до збільшення попиту. Це пояснюється намаганням населення вкладати кошти в державні облігації. Водночас це вдарить по капіталу підприємств, оскільки італійська податкова система стимулює збільшення підприємствами частки запозичених коштів. У Франції в разі підвищення короткострокових процентних ставок можуть скоротитися темпи збільшення ВВП у межах від 0,07 до 0,13%. У країнах єврозони, зокрема в тих, де обмежувальна монетарна політика Європейського центрального банку була спрямована на дотримання чітких меж інфляції (на рівні 2%), це негативно позначилося на економічному зростанні - в середньому 1.9% за останні п'ять років. Так, у США, де Федеральна резервна система не обмежує себе жорсткими зобов'язаннями із підтримання стабільності цін, темпи економічного зростання в 2006 р. становили 3,4%, тоді як країн єврозони – 2,4% [221].

В світлі останніх подій, варто зазначити, що нестабільність світової фінансової системи позначилась в певній мірі і на країнах Європейського Союзу. Заходи антикризового регулювання, що приймалися урядами багатьох країн в другому півріччі 2008 року були орієнтовані на підтримку та стабілізацію фінансових систем з метою поживлення кредитування реального сектору економіки та розширення внутрішнього попиту. Проте, незважаючи на вжиті заходи активне втручання у функціонування ринкового механізму не дало очікуваних результатів. З початку 2009 року в механізмах регулювання почали переважати заходи щодо державного стимулювання попиту, здійснення політики протекціонізму та зниження податкового навантаження. За здійснення активного податкового стимулювання, розширення державного замовлення та державного інвестування виступає Єврокомісія. Країнам ЄС досі не вдалося виробити єдиний

план виходу із кризи. У той же час, лідери Великобританії, Франції та Єврокомісії прийняли пакет економічних стимулів для Європейського Союзу, який передбачає виділення 200,00 млрд. євро. Водночас, ЄЦБ пріоритетом реалізації монетарної політики назвав відновлення ліквідності фінансових ринків. «Криза показала важливість прозорої діяльності. Фінансові інститути вже здійснили ряд спроб для збільшення прозорості операцій і повинні продовжувати цьому напрямку», - заявив член ради керуючих ЄЦБ Крістіан Нуайє. Згідно із повідомленнями ЄЦБ дефляція в єврозоні малоімовірна, враховуючи заходи вжиті урядами країн та центральним банком зі стимулювання економічного зростання, а також тривалий підйом споживчих цін.

Та все ж слід наголосити на тому, що Європейський центральний банк керує економічною системою, якої раніше не існувало, в умовах браку статистичних даних та історичного досвіду їх аналізу.

Безперечно, засади на яких було засновано Європейський центральний банк, потребують перевірки часом і практикою. Сьогодні, коли Європейський валютний союз і Європейський центральний банк уже стали реальністю, економісти зважуватимуть усі "за" і "проти" щодо цього унікального монетарного та економічного середовища не у майбутньому, а в теперішньому часі.

Досвід розвитку європейської цивілізації, до якої без сумніву належить і Україна, показав, що динамічний розвиток суспільства головним чином залежить від системи цінностей, які лежать в основі діяльності держави, економічних суб'єктів, громадських організацій, кожного громадянина і їх готовності до сприйняття змін. Піввікова історія становлення Європейського Союзу доводить, що практично всі країни ЄС незалежно від рівня економічного розвитку в тій чи іншій мірі зіштовхнулись з проблемами модернізації і розвитку національних економік, але завдяки спільним і узгодженим зусиллям, ефекту інтеграції вирішили дані проблеми з мінімальними соціальними і економічними втратами. Саме цим пояснюються інтеграційні здобутки ЄС та прагнення інших східноєвропейських країн, в тому числі України, увійти в склад Європейського Союзу.

2.2. Еволюція механізму монетарного регулювання в процесі ринкової трансформації

Достатньо неочікуваний та синхронний колапс соціалізму виявив загальну невідповідність колишніх соціалістичних країн до наступних економічних перетворень. Спільним, що створювало труднощі для їх здійснення, була відсутність історичного досвіду такого роду перетворень, а власне й концепції ринкової трансформації. Зрозуміло, що її і не могло бути, оскільки був відсутній попит на теоретичні розробки, хоча окремі аспекти теорії трансформації мали місце в працях Й. Шумпетера [208], А. Норта та ін. Проте, можливості використання еволюційної теорії Й. Шумпетера в сучасних умовах сумнівні. Практика не підтвердила його висновки про само подолання капіталізму і стабілізацію соціалізму, скоріше навпаки. З іншого боку, у всіх постсоціалістичних країнах постала необхідність негайних дій щодо переходу до ринкової економіки, яка спонукала їх до спонтанної лібералізації цін і зовнішньої торгівлі у якості початкового кроку з метою економічної трансформації.

Варто зазначити, що економічні системи, які знаходяться на етапі переходу від централізовано - планового до ринкового типу економічної координації, характеризуються значною макроекономічною нестабільністю. Основним завданням макроекономічної політики країн з трансформаційної економікою однозначно визначається досягнення стабілізації економіки.

Проте, на даний час в економічній науці не існує певної однотипної моделі ринкової трансформаційної економіки. В ряді країн використовувався градуалістський підхід, інші країни пішли шляхом радикальних перетворень, прийнявши стратегію “шокової терапії”, розроблену фахівцями МВФ, яка передбачала одночасну лібералізацію практично всіх ринків і цін, причому зростання цін обмежено жорсткою монетарною та фіскальною політикою (класичний приклад – Польща).

В процесі трансформації економіки країн стикаються з рядом проблем: макроекономічна нестабільність, яка проявляється через збільшення безробіття,

високі темпів інфляції, спад виробництва важко визначити з даного кола проблем першочергову до розв'язання. Представники кейнсіанської теорії найважливішою проблемою трансформаційного періоду виділяють проблему недостатнього ефективного попиту, однією з причин зменшення сукупного попиту виступає різке зростання безробіття, відповідно для збільшення сукупного попиту кейнсіанська теорія пропонує реалізовувати стимулюючу фіскальну політику, яка дозволить розв'язати проблему неповної зайнятості. Окрім того кейнсіанці не рекомендують проводити приватизацію усього державного сектору економіки, оскільки за належної державної підтримки і в розвинених ринкових країнах ефективно працює державний сектор.

Кейнсіанці здебільшого вважають, що лібералізацію економіки доцільно здійснювати поступово, зокрема, зберегти контроль за цінами на найважливіші види продукції, що стабілізуватиме купівельну спроможність населення, а отже, і сукупний попит [141, с. 231]. Згідно кейнсіанської теорії в умовах трансформаційних змін не варто визначати пріоритетним напрямком макроекономічної політики проведення лібералізації зовнішньоекономічної діяльності, оскільки відкритість економіки до зовнішніх ринків може спровокувати значне зростання імпорту та спад вітчизняного виробництва [89].

На відміну від кейнсіанців сучасні монетаристи визначають лібералізацію економіки як один з ключових напрямків макроекономічної політики трансформаційного періоду, пояснюється це тим, що на думку монетаристів ціновий механізм починає спрацьовувати вже на початку трансформаційних перетворень і таким чином приводить до рівноваги сукупного попиту та пропозиції. На їхню думку, фінансова стабілізація є вузловим пунктом перехідного процесу і варто усі зусилля спрямувати на зменшення рівня дефіцитності бюджету та стабілізацію грошового обігу за допомогою стримувальної монетарної політики. Часто представники монетаризму говорячи про процеси приватизації, повністю відкидають існування державного сектору економіки, пропонуючи при цьому реалізацію “шокової” приватизації активів [214] (додаток В).

Розглянувши точку зору інституціоналістів на проблеми трансформаційного періоду, зазначимо, що в даному випадку на перший план виходить створення ефективних ринкових інститутів, спроможних забезпечити функціонування національної економіки [253]. Варто зазначити, що незалежно від концепцій тієї чи іншої економічної течії, на практиці, програма реалізації трансформаційних перетворень на шляху до ринкової економіки повинна акцентувати увагу на стартових макроекономічних умовах кожної з країн (рівень інфляції, рівень безробіття тощо), ступінь відкритості їх економік, політичну ситуацію.

Окремого підходу потребує використання моделей грошово-кредитного регулювання в умовах трансформаційної економіки, це зумовлено тим, що особливості її розвитку відрізняються від традиційних змін фаз ділового циклу. Тому в даному випадку йдеться про суттєві інституціональні перетворення всієї економічної системи.

Варто зазначити, що жодна з базових концепцій грошово-кредитного регулювання не є повністю адекватною до умов трансформаційної економіки, в умовах якої суперечності між цілями монетарної політики виявляються значно виразніше та не існує узгодженості між цілями монетарної та зальноекономічної політики. Така ситуація пояснюється тим, що «...економічні агенти змушені діяти в особливих умовах, пов'язаних передусім із трансформаційним спадом, суть якого полягає у кризі економіки, що зумовлено ліквідацією планових механізмів організації господарської діяльності та слабкістю чи відсутністю ринкових інститутів» [141, с. 248]. Крім того, нарівні з неконкурентоспроможними й неефективними підприємствами можуть згорти свою діяльність і порівняно сучасні виробництва, що викликано зокрема такими причинами, як цінові "перекоси" у економіці транзитивного типу, конкуренція імпорту, подорожчання сировини і матеріалів тощо. А це потребує певного тимчасового втручання державних інститутів у формі відповідної економічної (в тому числі грошово-кредитної) політики з метою налагодження дії конкурентних механізмів у господарстві.

Водночас за такого підходу, не йдеться про те, щоб грошово-кредитна політика в перехідний період була менш гнучкою порівняно з відповідною політикою у розвинутій, добре налагодженій ринковій системі. Мову слід вести радше про

застосування на різних етапах перехідного періоду різних напрямів і механізмів реалізації політики, котрі диференціюються між собою з огляду на пріоритетність тієї чи іншої цілі грошово-кредитного регулювання.

Вибір пріоритетів має бути безпосередньо пов'язаним із трьома основними напрямами перетворень у процесі становлення ринкової економіки:

- лібералізацією, яка зумовлює поступове скорочення державного контролю в усіх сферах господарської діяльності, проведення цінової реформи та реформи банківської системи, демонополізація торгівлі, проведення заходів для створення конкурентних ринкових відносин;
- інституціональний напрямок, який передбачає формування ринкових інститутів, створення ринкової інфраструктури, зміна старих та введення в дію нових нормативних актів, які б регламентували господарську діяльність, реформування відносин власності;
- структурним реформуванням економіки, яке означає ліквідацію виробництв, продукція котрих не користується попитом, та пріоритетний розвиток виробництва споживчих товарів, сфери обслуговування, а також нових сегментів ринку (капіталу, праці, землі).

Послідовність вказаних заходів визначає пріоритет тої чи іншої цілі монетарної політики і, відповідно, обов'язковий порядок провадження регулятивних заходів.

Реалізація зазначених вище завдань обумовлює й пріоритетність тієї чи іншої стратегічної цілі грошово-кредитного регулювання. В даному випадку пріоритетним визначається лібералізація економіки яка виступає вихідним чинником наступних трансформацій в економіці, саме лібералізація економіки забезпечує подальший розвиток ринкових механізмів ціноутворення, нових форм підприємницької діяльності. Однак в даному випадку варто зазначити, що умовою успішного проведення лібералізації економіки має бути виважена монетарна політика, оскільки лібералізація цін може призвести до розгортання інфляційних процесів, тому забезпечення цінової стабільності для успішного розвитку ринкових інститутів стає основним завданням центрального банку.

Із досягненням фінансової стабілізації перехід економіки у фазу зростання визначається мірою реалізації необхідних інституційних та структурних перетворень. На відміну від циклічних коливань у розвинутих економічних системах, які зазвичай пов'язані з динамікою сукупного попиту, в транзитивній економіці тривалий і глибокий спад часто супроводжується зниженням рівня випуску продукції через значну втрату підприємствами ресурсів (причиною чого є інфляційне знецінення коштів). А відтак нарівні з відповідною інституційною й структурною політикою для грошово-кредитного регулювання пріоритетності набуває стимулювання економічного зростання. Відповідно до обраної економічної політики та пріоритетів у стратегічних цілях обираються й методи та інструменти реалізації грошово-кредитного регулювання.

За останні роки проведення трансформаційних перетворень, на основі ряду досліджень, визначилась стратегія переходу країни до ринкових умов господарювання. Вона передбачає, по-перше, досягнення за порівняно короткий проміжок часу внутрішньої і зовнішньої рівноваги національної економіки. По-друге, вибір кількох номінальних “якорів”, що дають змогу подолати інфляцію, яка розвивається внаслідок лібералізації цін та вибуху “відкладеної інфляції”. Такими “якорями” можуть бути фіксований курс національної валюти, пропозиція грошей із наперед запланованими темпами її зростання, темпи зростання номінальної заробітної плати тощо. По-третє, структурні реформи (приватизація і демонополізація, лібералізація цін та зовнішньої торгівлі, створення нових фінансових інститутів тощо) [141, с. 163].

Американський економіст Джефрі Д. Сакс, один з провідних науковців, які розглядають проблеми трансформаційної економіки, в своїх дослідження виділяє кілька етапів реалізації переходу до ринкової економіки, зокрема це: макроекономічна стабілізація, лібералізація та приватизація [168]. Стабілізаційні заходи в постсоціалістичних країнах дали можливість по-новому зрозуміти традиційні методи монетарної політики, можливості використання тих інструментів, які стримують розвиток інфляції: валютний курс і номінальна заробітна плата; співвідношення інфляції попиту та інфляції пропозиції тощо. З'явилися навіть нові

поняття, які відображають специфіку перехідного періоду: інфляцит, поєднання відкритої та прихованої інфляції з бюджетним дефіцитом, показник рівня бідності населення і стагфляція. Трансформаційні процеси у європейських країнах з транзитивною економікою передбачали першочергову стабілізацію грошової системи як основи ринкових відносин, звідси – головною метою монетарної політики було зниження темпів інфляції, перехід до більш ринкових монетарних інструментів та уніфікація обмінного курсу.

Варто зазначити, що на початку XXI ст.. монетарна політика реформується і набуває рис та форм прояву, властивих розвиненим країнам, формується система таргетування, тобто вибору та встановлення цілей монетарної політики.

Підвищення ефективності монетарного регулювання в транзитивній економіці значною мірою спирається на вдосконалення методів впливу на грошовий ринок та вибору оптимального монетарного режиму. Загальновідомо, що адаптація цінової стабільності як пріоритетної цілі монетарної політики є загальною для центральних банків, хоча вданому випадку можливий вибір монетарних режимів різного типу з метою досягнення наперед визначених макроекономічних цілей.

У цьому контексті два основних конкуруючих підходи намагаються розв'язати дилему суть якої полягає у виборі між можливістю вільно обирати шляхи реалізації монетарної політики чи здійснювати прив'язку до певного монетарного правила в реалізації монетарної політики.

Першим підходом передбачається запровадження режиму монетарної політики, за якою використовується імпліцитна ціль, щоправда – без експліцитного «номінального якоря». Другим, найбільш ефективним підходом, як підтверджує світовий досвід є таргетування (таргетування валютного курсу, інфляційне таргетування, монетарне таргетування). Використання дискреційного підходу в реалізації основних напрямків монетарної політики, подібного до того, що використовується Федеральною резервною системою США, без експліцитного «номінального якоря», здавалось би в динамічно еволюціонуючих умовах перехідного періоду може виступати найбільш коректною концептуальною основою реакції монетарної влади на системні зміни. Проте, насправді це не так з ряду

причин. По-перше, ефективність використання дискреційного підходу в більшій мірі залежить від рівня антиінфляційної довіри до національного центрального банку. Якщо ж обставини складаються таким чином, що обіцянки монетарної влади суттєво розходяться з уявленнями громадськості про майбутні економічні умови, будь-які спроби досягти зниження темпів інфляції будуть безуспішними. По-друге, дискреційний підхід малоефективний в умовах високих темпів постійно зростаючої інфляції, коли відсутня будь-яка історично траєкторія дезінфляції, яка дозволяє регулярно приймати обґрунтовані рішення стосовно операційних та кінцевих цілей грошово-кредитної політики.

Варто наголосити, що відсутність визначеної експліцитної цілі є негативним фактором при здійсненні монетарного регулювання центральним банком в трансформаційних економіках. В умовах політичної нестабільності, слабо збалансованої та значно відкритої економіки відсутність цінового якоря (зокрема інфляційного таргетування) може бути чинником фінансової та економічної кризи.

Розглядаючи проблеми монетарного регулювання в трансформаційних економіках В. Козюк виділяє три етапи розвитку процесів таргетування в трансформаційних економіках.

Перший етап він пов'язує із реалізацією програм макроекономічної стабілізації, в даному випадку проміжна ціль монетарної політики виступає номінальним якорем стабілізації в результаті зростає значимість в макроекономічній системі таких об'єктів таргетування як валютний курс, грошова маса, рівень інфляції, це пояснюється тим, що оскільки інші рішення макроекономічної політики повинні узгоджуватись із проміжною ціллю.

На другому етапі імплементації таргетуючого режиму в трансформаційній економіці відбувається зміна рольового становища індикативних змінних, що таргетуються, за даних обставин з номінальних якорів економічної політики, метою якої є макроекономічна стабілізація, вони трансформуються у основні цільові показники монетарної політики центрального банку на етапі стабілізації трансформаційних процесів в економіці. Як зазначає В. Козюк вони стають елементами «технологічного каркасу» монетарної політики [77, с. 63]. Третій етап

розпочався з 2000 року, після суттєвих змін в монетарних стратегіях центральних банків країн з трансформаційною економікою, він ознаменувався запровадженням таргетуючих режимів з однією проміжною ціллю.

Варто більш детально розглянути, які економічні фактори та умови впливали на вибір монетарної стратегії центральними банками перехідних економік, специфіку функціонування даних монетарних стратегій її результати та процеси еволюціонування монетарних стратегій.

Якщо розглядати початкові процеси визначення проміжних цілей в реалізації монетарної політики центральними банками країн з трансформаційною економікою, то варто звернути увагу на певні особливості вибору проміжних цілей. Ті країни, які проводять політику жорсткої фіксації валютного курсу, зокрема Литва, Болгарія, в реалізації монетарної політики спираються на дотримання стабільного валютного курсу, який виступає номінальним якорем та проміжною ціллю для монетарної влади. Ця ситуація пояснюється тим, що валютний курс є зрозумілим для макроекономічних агентів орієнтиром, і утримання його стабільному рівні дозволяє зменшити інфляційні очікування.

В процесі вибору оптимального монетарного режиму в трансформаційних економіках аналізувалась можливість запровадження монетарного таргетування, проте в після стабілізаційний період розвитку економіки поряд з грошовою масою визначались і інші проміжні цілі, зокрема забезпечення стабільного валютного курсу, через використання режиму повзучої прив'язки чи системи «плаваючого» курсу. І хоча на перший погляд поєднання в одній монетарній стратегії таких контрольованих орієнтирів монетарної політики як грошова маса та валютний курс є суперечливим, в багатьох країнах з трансформаційною економічною системою дана монетарна стратегія була досить ефективною (Польща, Чехія).

Спеціалісти Чеського національного банку монетарну стратегію із використанням двох номінальних якорів: валютного курсу та грошової маси, пояснювали наступним чином: «В умовах трансформації, використання монетарною політикою системи двох таргетуючих величин: валютного курсу та грошової маси, можливо, було єдино правильним в даній ситуації. Оскільки за умов реформування

економіки, лібералізації цін та зовнішньої торгівлі, функціонування даної монетарної системи було ефективним. Фіксований валютний курс виконував роль ефективного стабілізуючого номінального якоря економіки, який відображав транспарентну монетарну політику центрального банку та підвищив рівень довіри громадськості до монетарної політики та центрального банку. Таргетування ж грошової маси зробило можливим пряме реагування на специфіку економічного розвитку» [229].

Рада з монетарної політики Національного банку Польщі в документі «Середньострокова стратегія монетарної політики на 1999-2003 роки» зазначала, що «...до 1998 року Національний банк Польщі проводив політику, яка поєднувала елементи двох стратегій, проміжною ціллю монетарної політики був приріст пропозиції злого, що поєднувався з девальвацією польської валюти в рамках системи повзучої прив'язки. Така стратегія не дозволяла повною мірою реалізувати обидві грошові цілі, однак на початку, в умовах обмежених зв'язків економіки зі світовим фінансовим ринком, що підвищує суверенітет монетарної політики, це уможливило контроль над інфляцією» [254].

Варто зауважити, що представники ЧНБ та НБП по різному трактують переваги запровадження двох таргетуємих величин монетарної політики, дані відмінності стосуються пояснення впливу зовнішніх шоків при значній відкритості економіки на цінову стабільність в національних економіках. Зокрема, спеціалісти Чеського національного банку пояснюють доцільність використання саме монетарної стратегії з двома проміжними цілями основними аргументами «за» висуюють зростання довіри до монетарної влади та досягнення стабільних інфляційних очікувань. На відмінну від своїх чеських колег, польські фахівці центрального банку акцентують увагу на тому ефективне функціонування монетарної стратегії, яка поєднує таргетування валютного курсу та грошової маси можливе лише за невисокого ступеня відкритості економіки, тобто при обмежених зв'язках з міжнародними ринками. Твердження польських банкірів було емпірично доведено в 1996 – 1997 роках, оскільки при посиленні взаємозв'язків національних економік з міжнародними ринками капіталів, виникнення криз державного боргу підтвердило неефективність монетарної стратегії одночасного

таргетування валютного курсу та грошової маси в умовах відкритої економіки. В даному випадку фактором зниження результативності монетарної політики, яка намагається контролювати і грошову масу і валютний курс був розвиток інтеграційних процесів. Отже, міжнародний рух капіталу та глобалізаційні чинники послужили тими стримуючими факторами, які доводять неспроможність ефективного функціонування монетарної стратегії при якій таргетується одночасно дві проміжні цілі: валютний курс та грошова маса.

В Міжнародному економічному звіті Польщі за 1999-2000 роки так описується перехід до політики забезпечення стабільності цін: "Враховуючи нестабільний попит на гроші, така система впливатиме на інфляцію більш ефективно. Це обмежить коливання процентних ставок та валютного курсу. Центральний банк буде чітко показувати напрямки розвитку монетарної політики агентам економіки, що обмежить невпевненість та порушення стабільності на фінансових ринках" [262]. Окрім того, Рада з монетарної політики Національного банку Польщі надає детальне роз'яснення при яких економічних умовах таргетування грошової маси є недоцільним. Зокрема, фахівцями наголошується на таких основних чинниках зниження ефективності і самого трансмісійного механізму, через яких передається імпульс від грошової маси на інфляцію: «розвиток фінансових ринків та його інструментів призвів до зміни ступеня монетизації економіки; звичайне застосування механізму валютного курсу не дає гарантій контролю за грошовою пропозицією, в зв'язку з неможливістю спрогнозувати вплив зовнішнього складника збільшення грошової бази на грошову пропозицію; висока плинність у банківському секторі та низька еластичність його реакцій на зміни у структурі балансу Національного банку Польщі спотворюють дію трансмісійного механізму» [254]. Національний банк Чехії теж відмовився від таргетування одночасно двох проміжних цілей, мотивуючи це тим, що валютний курс припинив своє функціонування як номінальний якор та не відповідає критеріям цільового показника монетарної політики.

Як бачимо з проведеного вище аналізу, в перші роки перехідного періоду після лібералізації цін і знецінення валютного курсу більшість країн Східної та Центральної Європи використало прив'язку валютного курсу як номінальний якор

для досягнення стабілізації рівня цін. Проте, завищений валютний курс національної валюти в країні з трансформаційною економікою призводить до припливу на внутрішній ринок імпортованих товарів; відпливу національного капіталу та доларизації економіки. За таких умов одна група країн вибрала механізм валютного правління, інша – кероване плавання. Режим валютного правління забезпечував жорсткий механізм протидії інфляції, даний шлях обрали країни Балтії та Болгарія – це малі відкриті економіки, масштаб яких не представляв великого інтересу для серйозних гравців на ринку спекулятивного капіталу. Решта країн обрали шлях відмови (повної або часткової) від прив'язки обмінного курсу. Чехія, Польща та Угорщина обрали режим прямого таргетування інфляції, а Словенія, Словаччина, Румунія та Хорватія - варіант проведення антиінфляційної політики без декларування обов'язкових орієнтирів, маючи при цьому відповідні імпліцитні установки (рис. 2.2).

Як вже зазначалось, макроекономічна ситуація в ряді країн Східної та Центральної Європи продемонструвала факт недоцільності режиму фіксованого курсу в умовах високої інфляції, за таких умов перед монетарною владою виникає проблема вибору нового номінального якоря і відповідного йому монетарного режиму. В даному випадку виникає кілька альтернатив, вибір між якими залежить від умов і пріоритетів макроекономічного регулювання в країнах з трансформаційними економіками.

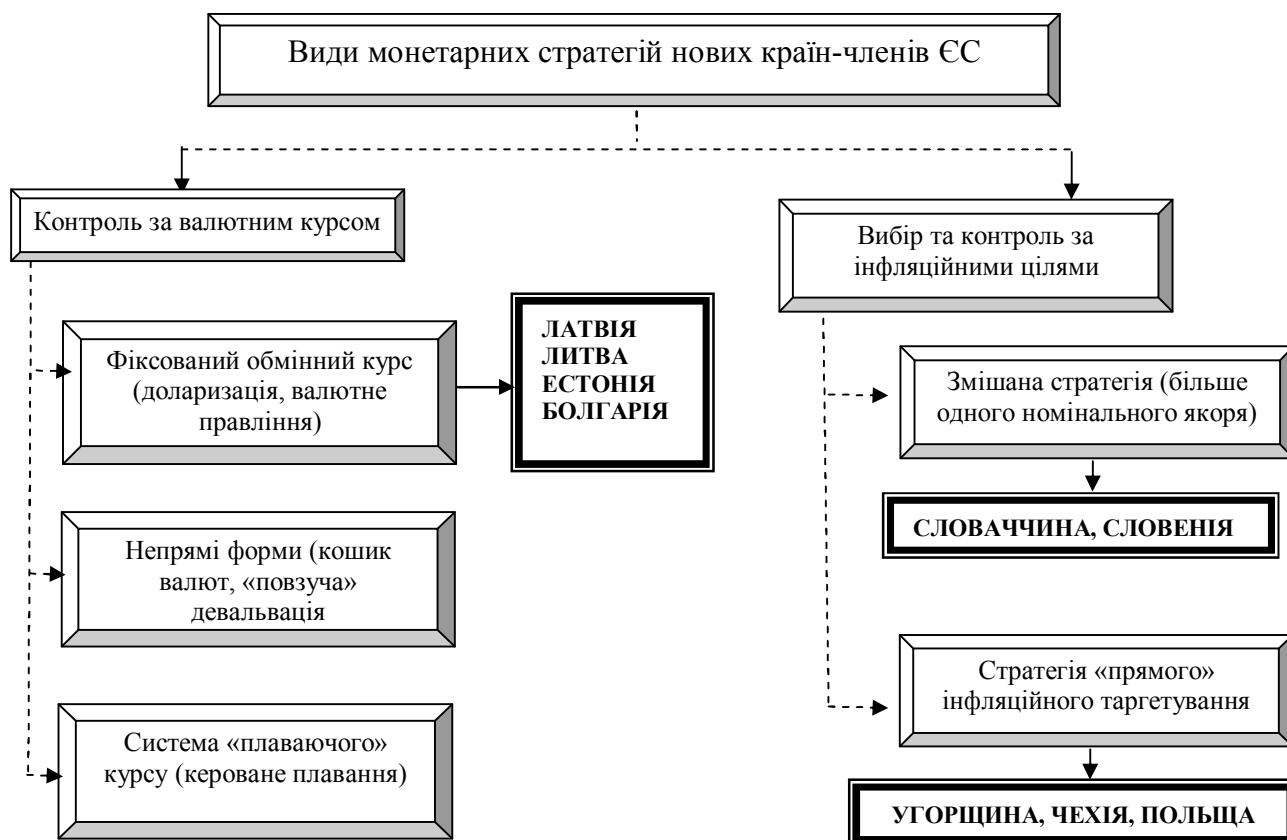


Рис. 2.2. Стратегія монетарної політики країн Східної і Центральної Європи - членів ЄС⁹

Першою альтернативою може бути монетарне таргетування, тобто використання монетарних агрегатів як проміжного цільового орієнтира і номінального якоря. Хоча даний варіант був досить популярним в розвинених країнах, на думку багатьох вчених та дослідників, він не є оптимальним для країн з перехідною економікою [230, с.285]. Однією з умов, яка ускладнює реалізацію даного режиму в країнах з перехідною економікою, є нестабільність попиту на гроші, і як наслідок, нестабільна залежність інфляції від темпів зростання пропозиції грошей. Окрім того інституційні зміни, які відбуваються в національному фінансовому секторі: поява нових фінансових інститутів і інструментів, нових форм операцій на фінансових ринках; а також постійні корегування в національному законодавстві призводять до значних змін середовища функціонування, ступеня і напрямків основних макроекономічних залежностей, що в результаті спотворює дію

⁹ Джерело: складено автором на основі [259]

основних каналів механізму монетарної трансмісії. В даному випадку використання монетарного таргетування може супроводжуватись високим ступенем недовіри і невизначеності, що призводить до негативних наслідків реалізації монетарного режиму. Ще однією із альтернатив реалізації монетарної політики в країнах з перехідною економікою є введення, так званого, валютного правління (currency board). Перевагою валютного правління в даному випадку є те, що даний режим грошово-кредитного регулювання забезпечує номінальний якор, який в довгостроковому періоді допомагає підтримувати інфляцію на рівні інфляції країни прив'язки. Проте, існує і ряд недоліків даного режиму в країнах з високим рівнем інфляції, - це, насамперед, стовідсоткове забезпечення грошової бази валютними резервами, по-друге – втрата самостійності національної грошової влади в проведенні монетарної політики.

В умовах необхідності збереження високого ступеня самостійності центрального банку одночасно з вимогою поступового формування антиінфляційної довіри до монетарної влади на тлі інтенсивних інституційних перетворень, на нашу думку, найдоцільнішим та найефективнішим виступає монетарний режим таргетування інфляції. Запровадження інфляційного таргетування в трансформаційних економіках порівняно з іншими монетарними режимами має ряд переваг:

1) високий ступінь політичної самостійності, зокрема, на відмінно від режиму валютного правління режим інфляційного таргетування не потребує відмови центрального банку від реалізації автономного монетарного регулювання, скерованого на демпфірування наявних в економіці шоків;

2) відсутність потреби у виявленні стійких макроекономічних залежностей, які необхідні, зокрема, при монетарному таргетуванні. Безперечно, реалізація інфляційного таргетування більш успішною є в умовах стабільного економічного розвитку, проте, використання режиму інфляційного таргетування в умовах макроекономічної нестабільності, яка характерна для трансформаційних економік, теж може принести позитивні результати;

3) високий рівень політичної транспарентності і підзвітності. На відміну від монетарних агрегатів, які є менш зрозумілими для суспільства, показники інфляції, особливо коли вони розраховуються на основі відомих індексів, є цілком прозорими індикаторами роботи монетарної влади.

Вимога дотримання монетарних критеріїв конвергенції для вступу до ЄС, потреба гармонізувати монетарні режими країн - претендентів на вступ до ЄС з монетарною політикою ЄЦБ, зумовило запровадження рядом країн з трансформаційною економікою режиму інфляційного таргетування з метою дотримання цінової стабільності. Найоптимальнішим монетарним режимом за даних умов для країн з трансформаційною економікою було пряме інфляційне таргетування. З огляду на те, що запровадження режиму таргетування інфляції дозволяло досягти монетарних критеріїв конвергенції, необхідних для євроінтеграції.

Для підвищення ефективності проведення економічних трансформацій в будь-якій країні, необхідним є ґрунтовне вивчення досвіду інших держав з подібними умовами трансформаційного економічного розвитку. З огляду на подібність багатьох стартових умов перехідного періоду в національних економіках України та інших постсоціалістичних країн, а також геополітичної орієнтації нашої держави на інтеграцію до Європейського Союзу, автор пропонує розглянути макроекономічні аспекти функціонування механізму монетарного регулювання в таких європейських країнах з транзитивною економікою як Чехія, Словенія і Польща, які досягли значного прогресу в напрямку стабілізації та лібералізації своєї економіки та реалізації євроінтеграційних процесів.

Для України, перед якою нині актуалізувалися проблеми зміни номінального якоря, збалансування внутрішньої (інфляція) та зовнішньої (обмінний курс) складових стабільності грошової одиниці, на нашу думку, особливо корисним може бути градуалістський підхід Чеської Республіки до формування монетарної стратегії. Варто зазначити, що Чехія стояла в авангарді країн з трансформаційною економікою, які почали використовувати монетарну стратегію побудовану на таргетуванні такої проміжної цілі як інфляція. Чеська економіка перед

запровадженням інфляційного таргетування характеризувалась значним ступенем відкритості економіки, наслідком чого існували ризики впливу зовнішніх шоків.

Як зазначалось раніше Національний банк Чехії перед етапом переходу до таргетування інфляції здійснював монетарне таргетування. Протягом 1991 -1993 років центральний банк Чехії дотримувався режиму фіксованого курсу крони, який прив'язувався до кошика з п'яти валют, а з 1993 року – до бівалютного кошика – німецької марки (65%) та американського долара (35%). В 1996 році Чеський національний банк відмовився від режиму фіксованого валютного курсу і запровадив систему регульованого «плаваючого курсу» чеської крони в поєднанні з таргетуванням інфляції.

Після скасування прив'язки обмінного курсу крони у грудні 1997 року Чеський національний банк (ЧНБ) почав поступову переорієнтацію монетарної політики на контроль за інфляцією. Було сформовано монетарний режим, що адаптував досвід інфляційного таргетування індустріальних економік до умов розгортання інфляції та інституційних змін.

На першому етапі еволюції він характеризувався такими особливостями: поряд із середньостроковим інфляційним таргетом на 2000 рік ($4.5+1\%$) оголошувалися щорічні короткострокові таргети; таргетувалася інфляція (грудень до грудня на кінець року) та таргетувалася чиста інфляція. Перший елемент - однорічний горизонт таргету - не характерний для "класичного" таргетування інфляції, оскільки є коротшим, ніж середній лаг монетарної трансмісії. Щорічний таргет - це, швидше, прогноз інфляції, ніж орієнтир для застосування інструментів монетарної політики. Їх оголошення Чеським національним банком зумовлювалося прагненням закріпити інфляційні очікування, що закладаються в зарплатні та інші контракти, тривалість яких часто становить один рік, і таким чином сформувати довіру до нового монетарного устрою. Із цією ж метою - зробити інфляційні цілі більш зрозумілими громадськості - таргетувалася не середньорічна інфляція, а інфляція у розрахунку грудень до грудня. Третій же елемент - націлювання на чисту інфляцію - меншою мірою забезпечував суспільну контрольованість і відповідно можливість закріплювати інфляційні очікування, однак сприяв більшій контрольованості цих

процесів із боку ЧНБ. При обрахуванні показника чистої інфляції виключаються із розрахунку ціни, які підлягають адміністративному регулюванню. Обираючи за таргет чисту інфляції ЧНБ тим самим убезпечив себе від потенційно можливого необґрунтованого звинувачення в неефективному грошово-кредитному регулюванні і в той же час надав можливість уряду приймати рішення стосовно регулювання цін без необхідності використовувати монетарні важелі з метою пом'якшення негативних результатів державної цінової політики. Проте, вже з 2001 року ЧНБ відмовився від таргетування чистої інфляції, а таргетування інфляції стало базуватись на показнику загальної інфляції, це було зумовлено тим, що динаміка загальної інфляції не була настільки волатильною, як передбачалось раніше, а вклад державної цінової політики в розвиток інфляційних процесів був незначним. Таким чином, досвід ЧНБ показав, що не варто розробляти нові показники інфляції, так як зміна показників, які таргетуються, особливо в умовах, коли вклад немонетарних факторів є незначним і не спотворює інтерпретації індикаторів монетарної політики, може призвести до меншої транспарентності і більшої невизначеності в діях центрального банку.

На другому етапі еволюції монетарного устрою ЧНБ у квітні 1999 р. прийняв «Монетарну стратегію ЧНБ», якою встановлювався цільовий орієнтир чистої інфляції $2\% \pm 1\%$ на кінець 2005 року. З'явився і новий елемент монетарного устрою – перелік так званих «винятків» - ситуацій, що виправдовують порушення таргету (це в основному різного роду шоки пропозиції). Розроблену стратегію було представлено урядові Чеської Республіки як основу для координації монетарної та економічної політики.

На третьому етапі, що розпочався у квітні 2000 року, Чеський національний банк оприлюднив ще один стратегічний документ – «Встановлення інфляційного таргету на 2001 рік». Зазначений етап характеризується такими особливостями: було оголошено таргет чистої інфляції на грудень 2001 року; спільним рішенням ЧНБ та Міністерства фінансів запроваджено перехід від таргетування лише чистої інфляції до паралельного оголошення щорічних цільових орієнтирів щодо загальної інфляції - індексу споживчих цін. Зокрема таргет чистої інфляції на 2001 рік було

встановлено на рівні $3\% \pm 1\%$. При цьому зазначалося, що центральній точці таргету відповідає загальна інфляція в розмірі 5%, а допустимому діапазону коливань чистої інфляції (2 - 4%) - інтервал коливань загальної інфляції розміром 4.3 - 5,8%.

На четвертому етапі, що розпочався у квітні 2001 року з прийняттям наступного стратегічного документу – «Встановлення інфляційного таргету на 2002-2005 роки», ЧНБ повідомив про відмову як від подальшого оголошення короткострокових таргетів, так і від оприлюднення таргетів чистої інфляції (при збереженні діючого середньострокового таргету 1 - 3% на грудень 2005 року). Натомість було оголошено спадний цільовий діапазон для індексу споживчих цін - із 3 - 5% у січні 2002 року до 2 - 4% у грудні 2005 року.

На п'ятому етапі ЧНБ повністю перейшов до "класичного" таргетування інфляції. Це ознаменовано прийняттям 11 березня 2004 року найновішого стратегічного документу – «Інфляційного таргету на період із січня 2006 року» [228].

Отже, віднині в Чехії інфляційним таргетом стала щорічна зміна ІСЦ в розмірі 3% із максимально допустимими відхиленнями $\pm 1\%$. ЧНБ зобов'язується дотримуватися цього таргету в середньостроковому періоді до вступу Чеської Республіки до зони євро. На даний час Чехія офіційно відмовилась від плану вступу в зону євро до 2012 року. В якості головної причини називається серйозний дефіцит чеського бюджету (в 2007 р. він склав 4 % від ВВП країни), проте Чехія не відмовляється від концепції введення євро і готує нову стратегію переходу чеської економіки на євровалюту. Варто зазначити, що ефективній діяльності центрального банку Чехії сприяють закріплені законодавчо норми його незалежності, що дозволяють ЧНБ діяти незалежно, всупереч економічній політиці уряду, якщо остання перешкоджає виконанню основного завдання центрального банку.

Розпад централізованої планової економічної системи в Польщі наприкінці 1980-х років супроводжувався послабленням грошово-кредитної політики та емісією незабезпечених грошей, що призвело до безперервного зростання цін і гострого дефіциту споживчих товарів. Незважаючи на вищезазначені труднощі, процес зниження темпів інфляції в Польщі здійснювався паралельно з послідовним

відходом від режиму фіксованого валютного курсу на користь розвиненої системи плаваючого курсу. Цей унікальний досвід вирізняє процес реформування польської банківської системи від аналогічних процесів, що відбувалися в інших країнах перехідного періоду. Так, управління валютним курсом, що є одним з ключових елементів монетарної стратегії, здійснювалося паралельно з униканням будь-яких раптових (добровільних або примусових) змін обмінного курсу. Можна виділити три підходи, які, починаючи з 1990 р., застосовували польські монетарні органи задля втримання інфляції. Так, протягом 1990-1991 рр. грошово-кредитна політика ґрунтувалася на режимі фіксованого валютного курсу. Перший реформаторський уряд Л. Бальцеровича у січні 1990 року девальгував національну валюту – злотий – на 46,15%, і встановив фіксований курс відносно долара США. Останнє було необхідне для забезпечення номінального "якоря" грошово-кредитної політики. Однак застосування контрольованого обмінного курсу не виправдало себе в довгостроковому періоді. Основними причинами цього стали реальне зростання злотового і очікування можливого погіршення торгового балансу країни. У жовтні 1991 року польський уряд перейшов до режиму «повзучої прив'язки» (*crawling peg*) злотового до «кошика» твердих валют, що складався з долара США, німецької марки, британського фунта стерлінгів, французького та швейцарського франків.

Другий етап охоплював період від 1991 до 1998 рр. і передбачав контроль як обмінного курсу, так і грошової маси, органи влади прагнули досягти одночасно двох цілей: дотримати стійкого антиінфляційного напрямку і підтримати міжнародні валютні резерви на рівні, достатньому для укладення угоди з членами Лондонського і Паризького клубів. Остання мета була однаково важливою як для зміцнення економіки, так і для зниження темпів інфляції в довгостроковому періоді. Згодом цей період дістав назву "еклектична" стратегія. Від 1998 р. новостворена Рада монетарної політики, яка набула повноважень щодо здійснення грошової політики в державі, почала впроваджувати ДІТ-стратегію (*Direct Inflation Targeting*), або таргетування інфляції. У вересні 1998 року Національний банк Польщі (НБП) затвердив Середньострокову стратегію монетарної політики на 1999 -2003 рр. [225]. Документ складається з таких частин:

- "Монетарна політика в контексті макроекономічних процесів і перспектив інтеграції до ЄС";
- "Пряме таргетування інфляції - основний принцип монетарної політики на 1999 - 2003 роки". У цьому розділі зазначається, що основної цілі НБП - цінової стабільності - можна досягти, використовуючи прямі або непрямі стратегії. Стратегією непрямого досягнення інфляційного таргету припускається наявність стабільних взаємозв'язків між проміжними цілями центрального банку та інфляцією як кінцевою ціллю. Далі йдеться про недоліки запровадження в Польщі двох стратегій непрямого виконання таргету інфляції - таргетування валютного курсу і грошових агрегатів. Натомість стратегія прямого таргетування інфляції передбачає скасування проміжних цілей. Центральний банк реагує на будь-яку наявну інформацію про фактори, що можуть зашкодити виконанню таргету інфляції в даному році;
- "Досягнення прямого інфляційного таргету". Рада НБП оголосила середньостроковий таргет монетарної політики як зниження до кінця 2003 року інфляції до рівня, нижчого 4%. Обґрунтовується вибір цільового показника інфляції - індексу споживчих цін;
- "Перехід до плаваючого валютного курсу";
- "Інструменти монетарної політики";
- "Координація монетарної, фіскальної політики та політики доходів";
- "Структурні обмеження монетарної стратегії".

Варто зазначити, що процеси імплементації режиму інфляційного таргетування центральним банком Польщі відбувалися паралельно з встановленням процентної ставки як домінуючого інструмента в монетарній політиці та зменшенню контролю за валютним курсом, отже, при встановленні системи плаваючого обмінного курсу для підвищення ефективності монетарного трансмісійного механізму доцільно було визначити пріоритетним монетарним інструментом відсоткову ставку Національного банку Польщі, регулювання короткостроковими відсотковими

ставками НБП здійснює через операції на відкритому ринку, а також випуск цінних паперів власного боргу.

Як бачимо, на відміну від Чеського національного банку, НБП відразу почав таргетувати загальну інфляцію, прагнучи зробити таргет зрозумілішим для широкої громадськості. Водночас із прийняттям «Середньострокової стратегії» було розпочато підготовку до обчислення чистої інфляції. «Стратегією» також передбачалося детальне публічне обговорення ефектів так званих "зовнішніх чинників", які не впливають на чисту інфляцію, у випадках, "коли певні політичні рішення видаватимуться на перший погляд несумісними з напрямом розходжень між інфляційним таргетом і прогностичним рівнем ІСЦ". В 2003 році Національним банком Польщі було прийнято «Стратегію монетарної політики на період після 2003 року», основним завданням монетарної політики, як зазначалось в даному документі, є довгострокове утримання низького рівня інфляції. На думку польських фахівців, на тлі незначних інфляційних очікувань низька інфляція може дати змогу монетарній політиці бути менш рестрикційною, ніж на попередньому етапі. Водночас монетарна стратегія і надалі базуватиметься на прямому таргетуванні інфляції. Згідно «Стратегії монетарної політики на період після 2003 року», НБП було запроваджено постійне таргетування, що передбачало встановлення більш тривалих ніж на один рік таргетуємих значень інфляції, що дозволило реалізовувати більш гнучку монетарну політику центральному банку та при встановленні довгострокових таргетів враховувати вплив часових лагів.

Стратегія встановлює нову внутрішню ціль центрального банку - сприяння якнайшвидшому приєднанню до євросони. Основною метою монетарної політики визначалося утримання «стабільної інфляції на рівні 2.5% після 2004 року з допустимим діапазоном коливань ± 1 відсотковий пункт» [263]. Заслуговує на увагу і розділ Стратегії - «Структурні обмеження монетарної стратегії» в якому розглядаються витрати на утримання інфляції на прогнозованому низькому рівні, до них відносяться: високі обов'язкові соціальні витрати, що дестабілізують державний бюджет; структурні зміни на ринку праці; обмежене функціонування ринкових механізмів у деяких галузях; значна частка державної власності в багатьох важливих

секторах економіки; високий ступінь бюрократизації і низька ефективність державного управління [263].

Результати запровадження в Польщі політики інфляційного таргетування є досить успішними. Впродовж її проведення інфляцію вдалося знизити з 11% 2001 року до 1,5% в 2007 році і стабілізувати її на цьому низькому рівні. Водночас базова процентна ставка НБП зменшилася впродовж того ж періоду з 19 до 4%, що з урахуванням інфляції означає реальне зниження на 9 відсоткових пунктів, ці показники - одні з найнижчих у світі. Основною ціллю монетарної політики НБП у 2009 році визначено утримання інфляції на рівні 2,5 %. В грудні 2008 року НБП закінчив роботу над рапортом, який стосується участі Польщі в третьому етапі співпраці з ЄВС, що передбачає план дій вступу Польщі до зони євро. Як зазначається в даному документі, важливим чинником вступу Польщі в єврозону є дотримання Маастрихських критеріїв, проведення структурних та фінансових реформ.

Розглядаючи трансформаційні рамки становлення та розвитку монетарного механізму в Польщі, вважаємо за потрібне акцентувати увагу і на процесах становлення основного суб'єкта монетарного механізму – центрального банку Польщі. Згідно з ст. 227 Конституції Республіки Польща «Національний банк Польщі відповідає за стабільність національної валюти». З метою ефективного виконання своїх завдань НБП співпрацює з відповідними урядовими органами при розробці та впровадженні економічної політики, забезпечує належне виконання принципів монетарної політики. Керуючими органами НБП є його Президент, Рада з монетарної політики та Правління. Заборона перебувати на посаді Президента НБП більше двох термінів перешкоджає зловживанню владою. Національний банк Польщі розпоряджається власними фінансами на основі бюджету, затвердженого Правлінням, що забезпечує незалежність НБП від коштів уряду.

Фундаментом незалежності національного банку Словенії є стаття 4 Статуту Банку Словенії, в якому говориться про основні завдання центрального банку: його головна ціль – утримання стабільного рівня цін, сприяння реалізації економічної політики та забезпечення фінансової стабільності згідно з засадами ринкової економіки та вільної конкуренції. Спрямування монетарної політики в Словенії

визначається "Середньостроковою побудовою монетарної політики" - документом, прийнятим у листопаді 2001 року. Цим документом, центральний банк оголосив довгостроковий таргет інфляції - досягнення до кінця 2003 року середньорічного рівня інфляції у розмірі 3 - 4%, а з 2004 року рівень інфляції мав становити 2% [259]. На кінець 2006 року рівень інфляції в Словенії становив 2,36%. Беручи до уваги складність, взаємозалежність і нестабільність каналів монетарної трансмісії, які до того ж трансформуються внаслідок інституційних змін, що супроводжують перехідний період, Банк Словенії визнає неможливим "визначення стратегії монетарної політики у "монолітній" формі (тобто стратегії монетарного таргетування, таргетування валютного курсу чи стратегії таргетування інфляції). Тому встановлюючи опорне значення короткострокової цілі монетарної політики, центральний банк Словенії визначає межу зростання монетарного агрегату (з 1997 року це агрегат М3). Проте це не єдиний критерій для прийняття рішень щодо проведення монетарної політики, оскільки є й інші економічні змінні (передусім - валютний курс), які істотно впливають на зростання цін. Спираючись на досвід Європейського центрального банку, Банк Словенії сформував монетарну політику використовуючи дві опори. Перша – це кількість грошей в обігу, або всі індикатори, що відображають динаміку агрегату М3 як одного з ключових критеріїв для проведення монетарної політики. Окрім контролю за М3, Банк Словенії здійснює моніторинг окремих його компонентів, особливо агрегату М1. До групи індикаторів, які пояснюють динаміку М3, входять такі змінні як: ступінь ліквідності банківської системи; динамічна зміна короткострокових відсоткових ставок та кредитна активність комерційних банків. Друга опора – моніторинг таких економічних індикаторів, як процентні ставки за кордоном, напрямки та результативність дій уряду щодо цінового регулювання, платіжний баланс, валютний курс, заробітна плата [259].

Отже, визначена стратегією система цілей Банку Словенії включає такі складові: довгостроковий орієнтир інфляції: 2-3% до 2007 року; дотримання визначених індикаторів першої та другої опори. Починаючи з 1 січня 2007 року, євро стало офіційним засобом платежу в Словенії, а Банк Словенії став частиною

ЄСЦБ. Словенія стала першою з десяти країн, що приєдналися до ЄС в 2004-му році, і яка перейшла на євро.

Варто нагадати, що вступу до ЄВС передуює членство в Механізмі обмінного курсу II (Exchange Rate Mechanism II). Відповідно до Договору Європейського Союзу ERM II не допускає протягом двох років девальвацію, курс може коливатись в межах +/- 15% від центрального курсу. В даному випадку інфляційна ціль продовжує відігравати роль номінального якоря, проте існує ймовірність конфлікту інфляційної цілі із зобов'язаннями щодо підтримки обмінного курсу в ERM II. Розглянемо ситуацію, коли обмінний курс наближається до верхньої межі валютного коридору. Для зменшення тиску на валюту можна знизити процентні ставки, але більш низькі ставки можуть взаємодіяти з таргетуванням інфляції, так як можуть стимулювати внутрішній попит та підвищити інфляційний тиск. Проте монотонне подорожчання валюти могло одночасно діяти і як механізм послаблення інфляційного тиску. Таким чином, малоімовірно, що конфлікт з інфляційною ціллю буде наростати, так як прямий вплив подорожчання валюти на інфляцію проявляється швидше, ніж ефект зменшення ставок на сукупний попит і попит викликаний збільшенням рівня інфляції. В ситуації зниження тиску на валюту, коли обмінний курс може впасти за нижню межу коридору ERM II, центральні банки можуть відреагувати введенням більш жорсткої монетарної політики і підвищенням процентних ставок. Більш жорстка монетарна політика є доцільною і при умові послаблення валюти в результаті негативного портфельного шоку. Також, для згладжування можливих конфліктів між інфляційним таргетуванням та валютним коридором ERM II може бути використана фіскальна політика.

Дуже часто доводиться чути, що в країнах з перехідною економікою ще немає розвинутих фінансових ринків, прогресивних демократичних інститутів для впровадження інфляційного таргетування. Водночас, як засвідчує досвід країн з транзитивною економікою (Польща, Чехія), запровадивши режим інфляційного таргетування з перехідним періодом, тривалість якого варіюється залежно від поточного рівня інфляції, ступеня розвитку фінансових ринків, сучасного стану економіки, готовності суспільства і керівництва країни прийняти ідею інфляційного

таргетування, вони досягли низької інфляції, сталих темпів економічного зростання, підняли довіру суспільства до економічної та монетарної влади.

Спираючись на результати проаналізованого досвіду запровадження монетарних режимів в країнах з трансформаційною економікою, прослідкувавши еволюційні зміни в монетарних стратегіях центральних банків даних країн: від монетарних стратегій з двома проміжними цілями (валютний курс, грошова маса) до монетарних стратегій, які передбачають наявність лише однієї таргетуєчої величини, можна зробити висновок, що монетарна політика, яка базується на транспарентних, зрозумілих всім макроекономічним агентам правилах, спрямована на досягнення цінової стабільності в довгостроковій перспективі є найбільш ефективною за умов транзитивних змін в економіці. Саме запровадження монетарного режиму таргетування інфляції, основними цілями якого є утримання стабільного низького рівня інфляції найбільш повно забезпечує досягнення макроекономічних цілей в транзитивній економіці.

2.3. Прогнозування ефективності монетарного регулювання за допомогою VAR-моделі монетарної трансмісії

Для дослідження ефективності механізму монетарного регулювання було використано підхід на основі векторної авторегресійної моделі.

Векторна авторегресійна модель (VAR-модель) - це динамічні лінійні моделі, які зв'язують поточні значення кожної з змінних моделі з поточними й минулими (лаговими) значеннями всіх змінних, які включено в модель [96, с. 32].

Векторні авторегресійні моделі широко використовуються ученими та аналітиками як інструмент вивчення макроекономічних залежностей з початку 1990-х років. Зокрема, VAR - моделі набули розповсюдження в якості інструменту аналізу монетарної політики [81]. Перевагою VAR - моделей є можливість одночасного оцінювання багатьох макроекономічних залежностей із урахуванням їхньої динаміки та взаємозв'язку.

Зміст VAR - моделі у спрощеній формі можна пояснити такою системою рівнянь:

$$Y_{1t} = \alpha_{10} - \alpha_{11}Y_{2t} + \beta_{11}Y_{1,t-1} + \beta_{12}Y_{2,t-1} = u_{1t},$$

$$Y_{2t} = \alpha_{20} - \alpha_{21}Y_{1t} + \beta_{21}Y_{1,t-1} + \beta_{22}Y_{2,t-1} = u_{2t},$$

де Y_{1t}, Y_{2t} – показники, що досліджуються;

α_{10}, α_{20} – незалежні коефіцієнти;

$\alpha_{11}, \alpha_{21}, \beta_{11}, \beta_{12}, \beta_{21}, \beta_{22}$ – коефіцієнти зв'язку між поточними та минулими значеннями Y_{1t}, Y_{2t} ;

u_{1t}, u_{2t} - випадкові величини.

Тобто, на відміну від звичайних регресійних рівнянь, у рівняннях векторної авторегресії досліджувані змінні одночасно пов'язуються як із власними попередніми значеннями, так і зі значеннями інших змінних.

Для прогнозування ефективності монетарного регулювання були використані часові ряди основних макроекономічних та монетарних показників України за період 1996 - 2009 рр., сформовані за даними статистики НБУ, Державного комітету статистики та Міністерства фінансів України.

Як показники, які оцінюються у моделі і одночасно можуть виступати чинниками збурень, до моделі введені щомісячні дані валового внутрішнього продукту (ВВП), зміна рівня цін за показником ІСЦ, обмінний курс національної валюти по відношенню до долара США, зміни грошової маси за грошовим агрегатом МЗ та грошовою базою М0, облікова ставка НБУ, ставка за кредитами комерційних банків. Детальну специфікацію моделі та вихідні дані наведено у додатку Е.

Обрані часові ряди даних були протестовані на стаціонарність за допомогою розширеного тесту Дікі-Фулера (ADF-тест). З метою приведення рядів до стаціонарних, у моделі замість абсолютних значень використано перші різниці (прирости) ВВП, грошових агрегатів, облікової та кредитної ставок і другу різницю (за змістом - швидкість приросту) обмінного курсу. Результати ADF-тесту наведено в додатку Ж.

Оптимальна кількість періодів, які мають вплив на прогностні значення показників і мають бути включені до моделі, була визначена за критеріями Акайка (AIC) та Шварца (SIC) і становить 6 місяців (півроку). Оцінку отриманих коефіцієнтів моделі VAR (6) наведено у додатку 3.

Основними результатами побудованої моделі є вихідна інформація для двох типів аналізу: імпульсної функції відгуків та декомпозиції дисперсій.

Імпульсна функція відгуків або реакції на імпульси – це імпульсна зміна одного показника протягом певного періоду у відповідь на одиничну зміну іншого показника у початковий момент часу. Імпульсна функція дає можливість дослідити динаміку змін всіх показників системи у відповідь на зміну на одне середньоквадратичне відхилення однієї з них [96, с. 54].

Таким чином побудована VAR-модель дає можливість дослідити реакцію кожного показника на шоківі зміни інших. На рис. 2.3 показані функції реакції показника ВВП на шоківі імпульси інших змінних на часовому інтервалі 6 місяців разом із смугою варіацій, шириною у дві стандартні помилки, що відповідає 95%-у довірчому інтервалу.

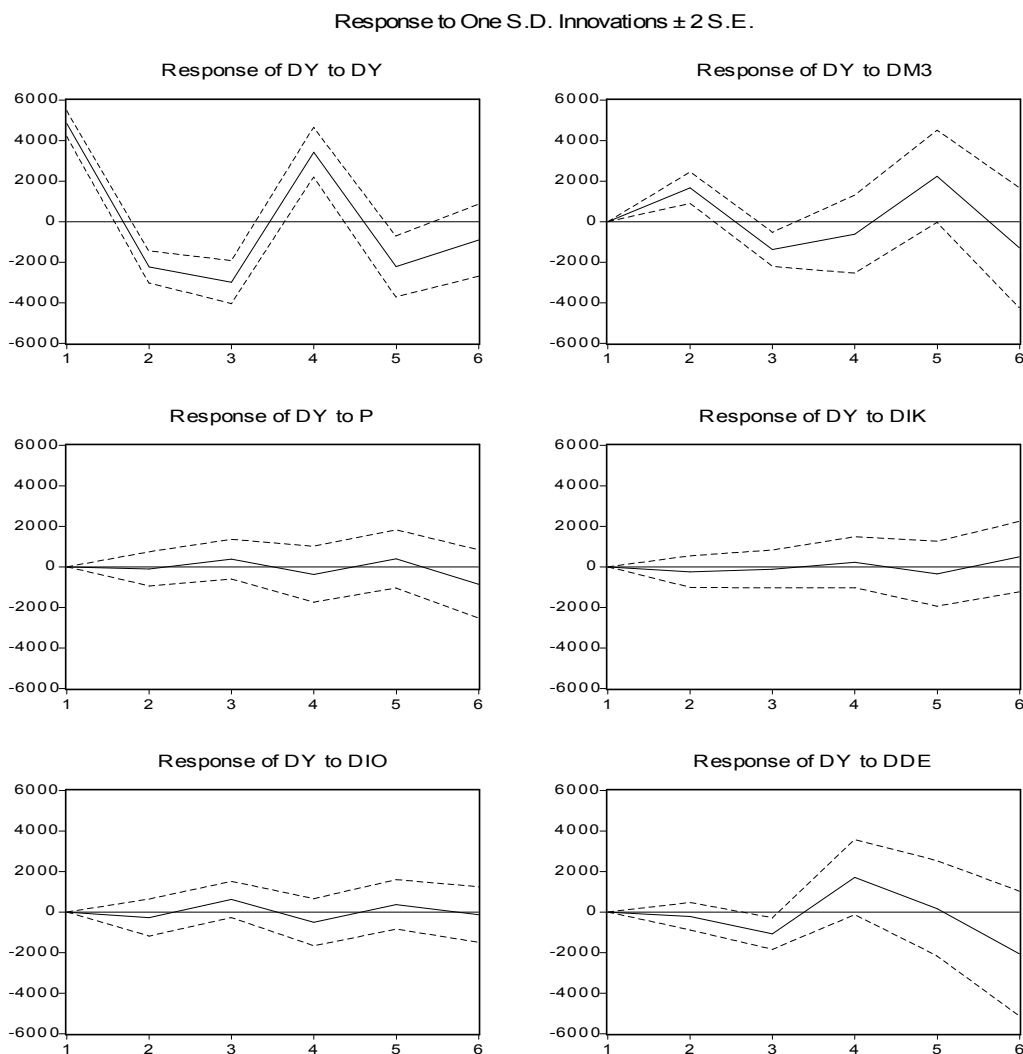


Рис. 2.3. Імпульсна функція відгуків показника зміни ВВП

На графіках рис. 2.3. показані реакції показника приросту ВВП відповідно на одиничний імпульс самого показника ВВП, індексу інфляції за ІСЦ, приросту грошової маси, ставки за кредитами, облікової ставки НБУ, обмінного курсу національної валюти до долара США.

Оцінені реакції ВВП на імпульси зазначених змінних вказують на наявність загасаючих згодом коливань у всіх рядах, що свідчить про наявність зв'язку ВВП із усіма обраними показниками. З графіків рис. 3.3 можна побачити наступне:

- імпульс у початковому періоді будь-якого з показників, окрім самого ВВП, генерує відгук тільки починаючи з 2-го періоду;

- найбільш значні зміни у ВВП породжує початковий імпульс змін самого ВВП, грошової маси та обмінного курсу;
- імпульси зміни цін та відсоткових ставок спричиняють значно менший вплив на ВВП.

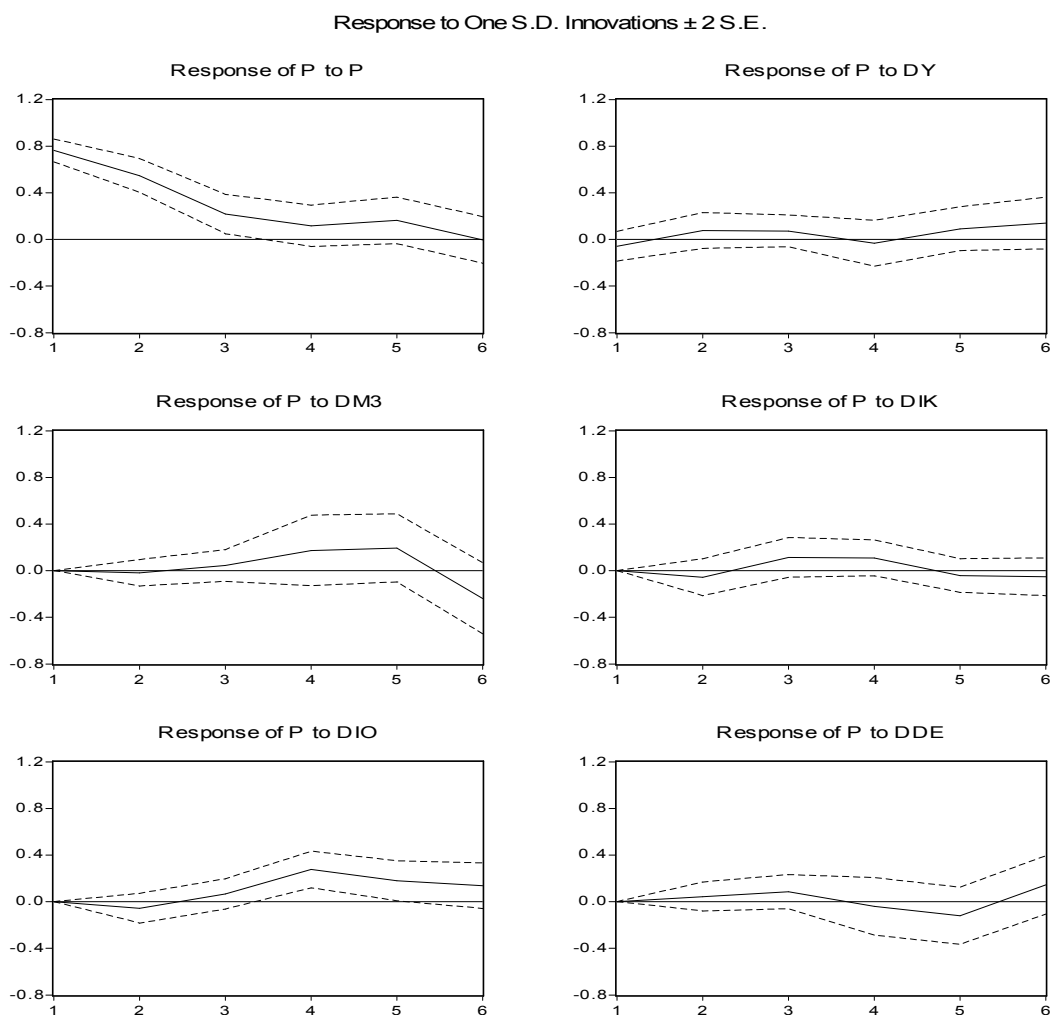


Рис. 2.4. Імпульсні функції відгуків показника інфляції за ІСЦ

Імпульсні функції відгуків показника інфляції представлені на рис. 2.4. Найбільш істотний вплив на інфляцію спричиняє початковий інфляційний імпульс. Проте вплив останнього швидко згасає протягом наступних двох місяців і фактично зникає протягом 6-ти місяців.

Другим за величиною впливу є імпульс грошової маси, вплив якого на рівень цін починається на другий-третій місяць від початкового шоку.

Імпульсні функції відгуків обмінного курсу національної валюти до долара США, представлені на рис. 2.5., дають можливість помітити, що найбільший вплив на обмінний курс спричиняють імпульси самого обмінного курсу та грошової маси.

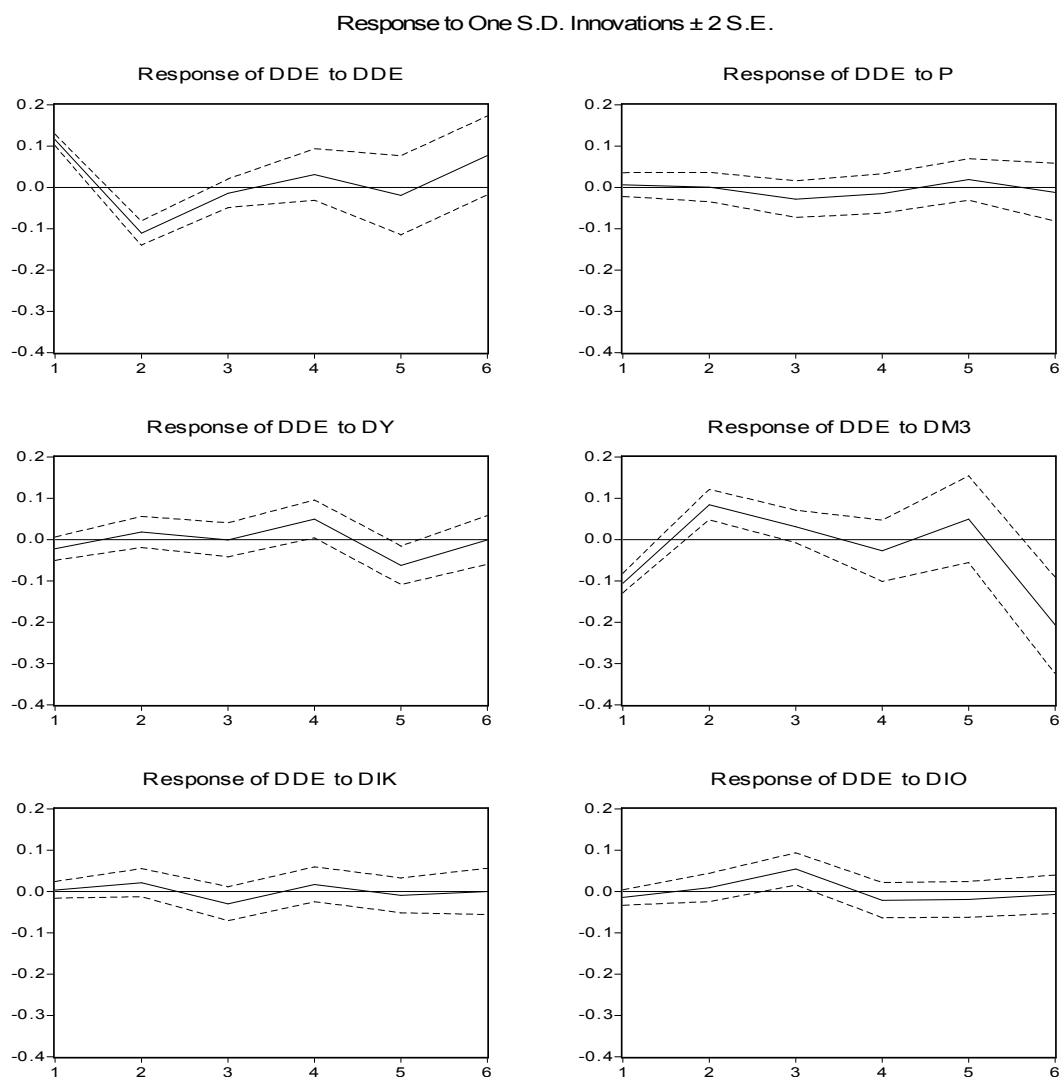


Рис. 2.5. Імпульсні функції відгуків обмінного курсу національної валюти до долара США

Також важливою особливістю ми вважаємо те, що, на відміну від усіх розглянутих функцій відгуку даного показника на імпульси інших показників, реакція обмінного курсу на імпульс грошової маси проявляється „миттєво” - з першого періоду дії імпульсу.

Імпульсні функції відгуків ставки за кредитами комерційних банків у національній валюті наведено на рис. 2.6.

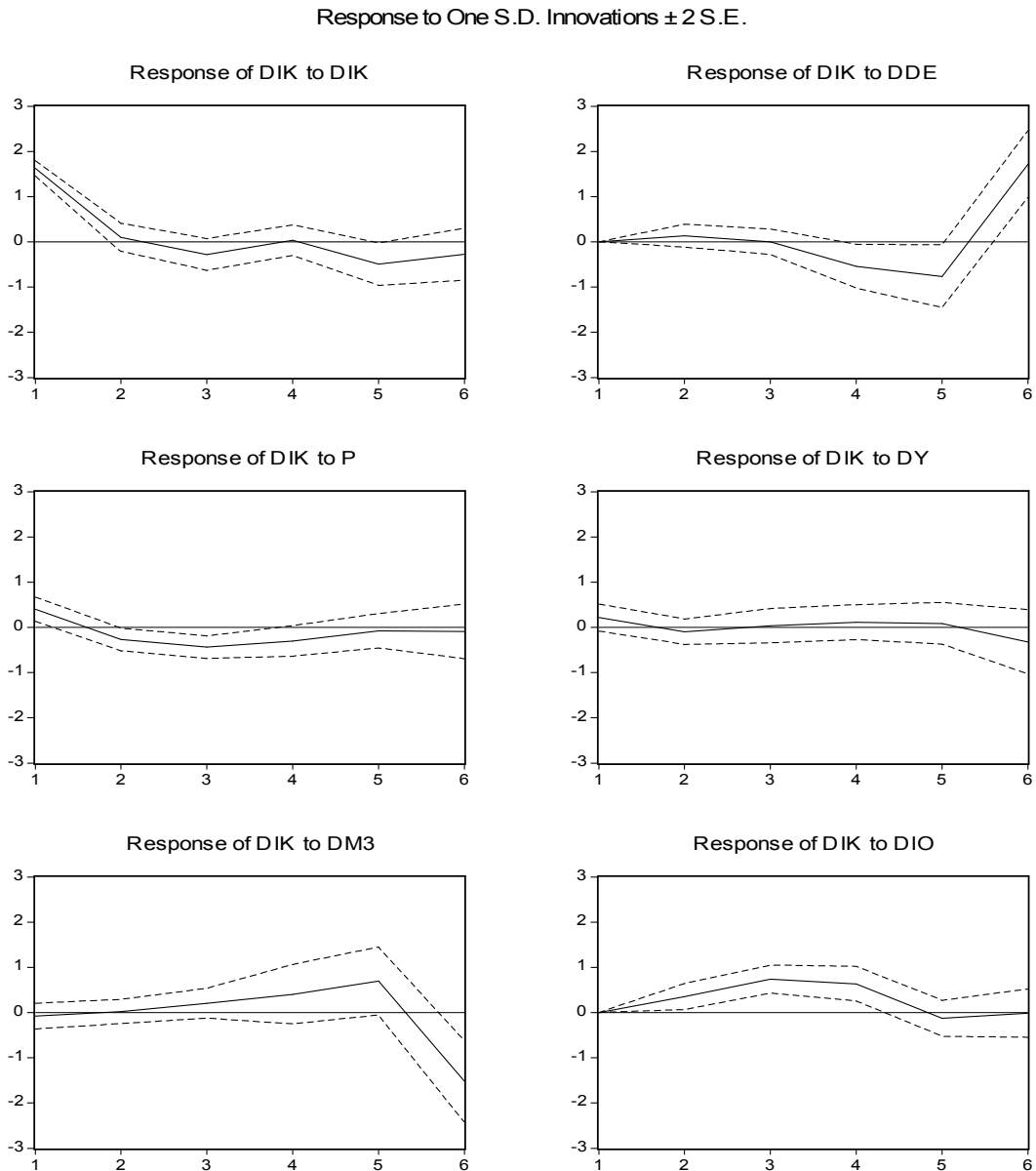


Рис. 2.6. Імпульсні функції відгуків ставки за кредитами комерційних банків у національній валюті

Як можна помітити з першого графіку на рис. 2.6., дія початкового імпульсу кредитної ставки суттєво зменшується вже у другому періоді, але не зникає повністю і спричиняє певний вплив на зміни кредитної ставки протягом усього досліджуваного періоду.

Не менш істотний вплив на зміни кредитної ставки спричиняють імпульси обмінного курсу та грошової маси. Вплив цих імпульсів починає проявлятися вже у другому періоді і набуває сили у 4, 5-му періодах.

Вплив імпульсу облікової ставки виявляється м'яко і повністю зникає протягом трьох періодів.

Важливим елементом аналізу ефективності монетарного регулювання за допомогою моделі векторної авторегресії є оцінка декомпозиції дисперсії досліджуваних показників.

Декомпозиція або розкладання дисперсії дає можливість оцінити внесок кожної із змінних моделі у зміну досліджуваного показника. Механізм передачі і розповсюдження імпульсів між досліджуваними показниками можна пояснити так. У перший момент досліджуваний показник (наприклад, обмінний курс) одержує одиничний шоківий імпульс, а інші показники не піддаються впливу, тому їхній імпульсний вплив на обмінний курс у цей момент часу дорівнює 0. У наступні моменти часу імпульсний вплив на обмінний курс передається іншим показникам, а відтак викликає їхній імпульсний відгук. Останні імпульси, в свою чергу, починають впливати на обмінний курс. Таким чином, монетарна трансмісія представляє собою складний процес, у якому імпульсні впливи на одні показники передаються на інші. Цей факт можна назвати «ефектом ланцюгової реакції» поширення монетарних імпульсів.

Оцінка декомпозиції дисперсії заснована на відносних оцінках і дає можливість визначити внесок кожного показника у відсотках.

Декомпозиція дисперсії показника зміни ВВП (рис. 2.7.) показує, що спочатку зміни у ВВП повністю залежали від власних лагових значень.

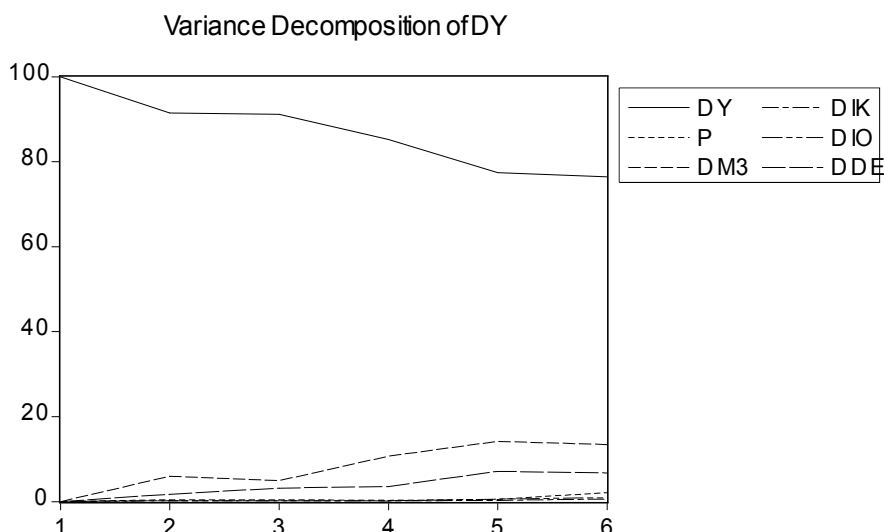


Рис. 2.7. Декомпозиція дисперсії показника зміни ВВП

Таблиця 2.1

Результати обрахунку декомпозиція дисперсії показника зміни ВВП

Period	DY	P	DM3	DIK	DIO	DDE
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	91.49201	0.437562	5.956104	0.176972	0.215047	1.722303
3	91.13381	0.414675	4.897615	0.201452	0.206421	3.146031
4	85.25020	0.280035	10.65112	0.135301	0.140856	3.542492
5	77.45199	0.503912	14.16734	0.251745	0.536341	7.088671
6	76.43360	2.079903	13.37450	0.580308	0.836014	6.695672

З часом частка впливу лагових значень ВВП перерозподіляється на користь імпульсів грошової маси та інших показників. Уже у 5,6 періодах 13-14% відсотків дисперсії ВВП пояснюється змінами грошової маси та від 0,5 до 2% кожним з інших показників.

Дисперсія показника інфляції (рис. 2.8.) протягом трьох початкових періодів на 98 - 96% визначається власними значеннями.

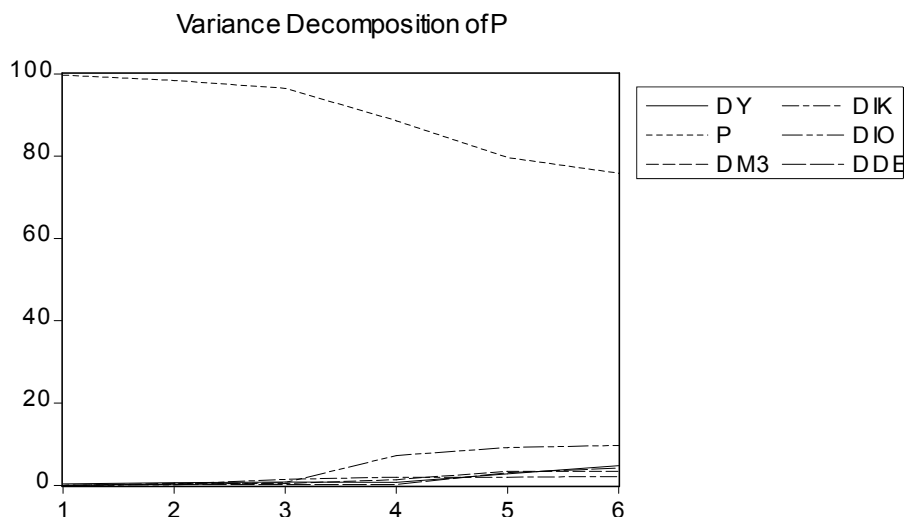


Рис. 2.8. Декомпозиція дисперсії показника інфляції за ІСЦ

Таблиця 2.2.

Результати обрахунку декомпозиції дисперсії показника інфляції за ІСЦ

Period	DY	P	DM3	DIK	DIO	DDE
1	0.366741	99.63326	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.684077	98.35051	0.417484	0.281093	0.097562	0.169273
3	0.826864	96.45376	0.452467	1.433472	0.660085	0.173348
4	0.751570	88.60315	1.316270	1.955011	7.188375	0.185625
5	2.804143	79.61434	3.419432	1.965449	9.164204	3.032431
6	4.796295	75.83863	3.410116	2.086517	9.683012	4.185435

У наступних трьох періодах усі показники моделі починають впливати на зміни інфляції, основним з яких, окрім власних значень інфляції, є облікова ставка НБУ.

Дисперсія показника зміни грошової маси із самого початку визначається двома показниками - на 90,3% власними значеннями і на 9,7% змінами у ВВП (рис. 2.9.).

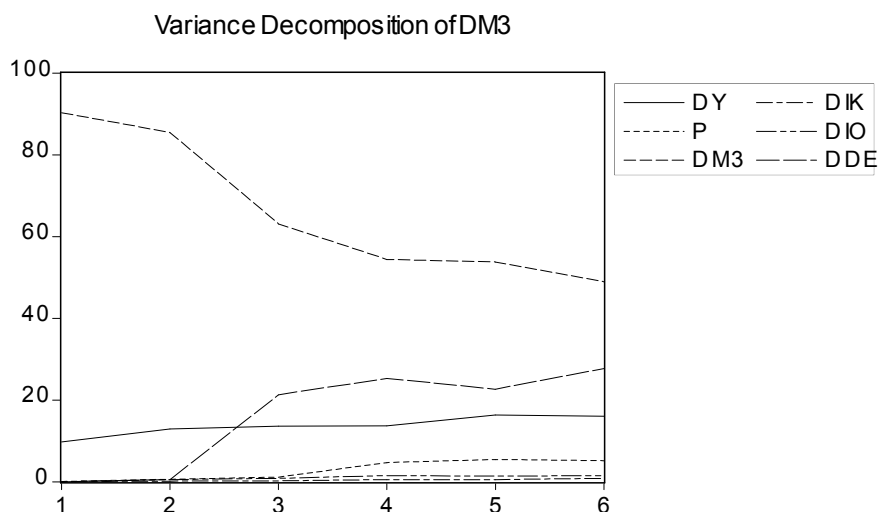


Рис. 2.9. Декомпозиція дисперсії показника зміни грошової маси

Таблиця 2.3.

Результати обрахунку декомпозиції дисперсії показника зміни грошової маси

Period	DY	P	DM3	DIK	DIO	DDE
1	9.699433	0.009056	90.29151	0.000000	0.000000	0.000000
2	12.90140	0.545243	85.44482	0.108693	0.475070	0.524772
3	13.60724	1.109621	63.07665	0.224356	0.762892	21.21924
4	13.70778	4.641413	54.38068	0.501026	1.473466	25.29564
5	16.36138	5.417462	53.78179	0.512044	1.344771	22.58255
6	16.01257	5.103463	48.91530	0.787163	1.487810	27.69368

У наступних періодах розподіл впливу динамічно змінюється: частка, яку пояснюють власні зміни, зменшується до 49%, проте, починаючи з другого періоду, стрімко зростає частка пояснення за рахунок змін обмінного курсу.

Дисперсія ставки за кредитами комерційних банків у національній валюті лише у першому періоді пояснюється переважно власними змінами кредитної ставки (рис. 2.10.). Починаючи з другого періоду, впливу набувають облікова ставка НБУ та рівень інфляції. У 4-му періоді впливовими також стають показники змін грошової маси та обмінного курсу. Як свідчить декомпозиція дисперсії в 6-му періоді, зміни кредитної ставки лише на 23,6% пояснюються власними значеннями і на 55% визначаються змінами у обмінному курсі.

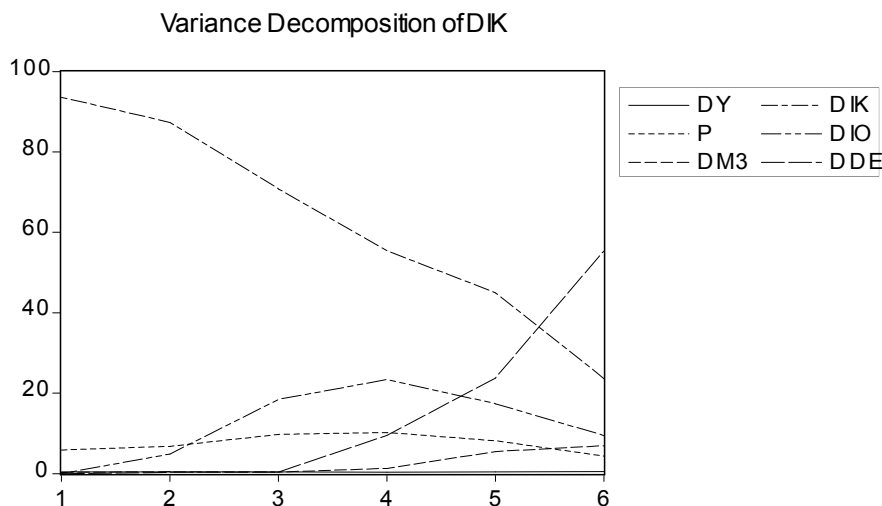


Рис. 2.10. Декомпозиція дисперсії зміни ставки за кредитами комерційних банків у національній валюті

Таблиця 2.4.

Результати обрахунку декомпозиції дисперсії зміни ставки за кредитами комерційних банків у національній валюті

Period	DY	P	DM3	DIK	DIO	DDE
1	0.383054	5.798727	0.268987	93.54923	0.000000	0.000000
2	0.403772	6.722978	0.397138	87.33748	4.871761	0.266868
3	0.416186	9.694895	0.374963	70.73284	18.44104	0.340072
4	0.363568	10.16951	1.272568	55.34620	23.32466	9.523503
5	0.390274	8.110378	5.429439	44.96212	17.33688	23.77091
6	0.468255	4.282392	6.927449	23.59033	9.432752	55.29882

Дисперсія облікової ставки НБУ (рис. 2.11.) у першому періоді на 86% визначається власними значеннями і 5% та 9,5% рівнем цін та ставкою за кредитами, відповідно. Їх вплив лишається майже незмінним протягом усього досліджуваного періоду. Починаючи з 4-го періоду, дисперсія облікової ставки стає достатньо чутливою до змін обмінного курсу.

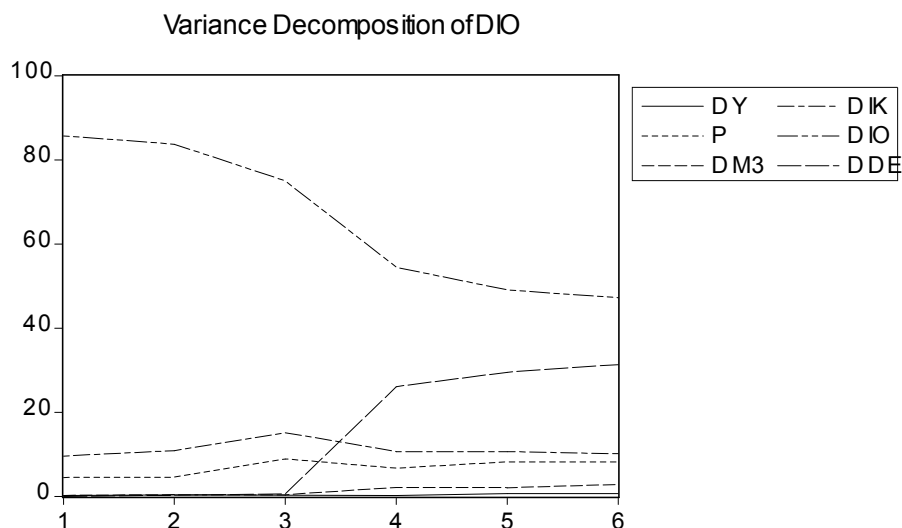


Рис. 2.11. Декомпозиція дисперсії зміни облікової ставки НБУ

Таблиця 2.5.

Результати обрахунку декомпозиції дисперсії облікової ставки НБУ

Period	DY	P	DM3	DIK	DIO	DDE
1	0.158187	4.466974	0.207141	9.515800	85.65190	0.000000
2	0.311112	4.535913	0.378272	10.83041	83.72425	0.220048
3	0.266512	8.833954	0.306971	15.06003	74.96179	0.570743
4	0.207396	6.635067	2.083546	10.61840	54.38073	26.07487
5	0.651840	8.189055	2.020314	10.62075	49.01251	29.50553
6	0.634654	8.099827	2.793847	10.03882	47.17292	31.25994

Декомпозиція дисперсії обмінного курсу національної валюти демонструє переважну залежність від власних значень (рис. 2.12). Із часом зміни обмінного курсу стають більш чутливими до інших показників, зокрема, до змін грошової маси – 21%.

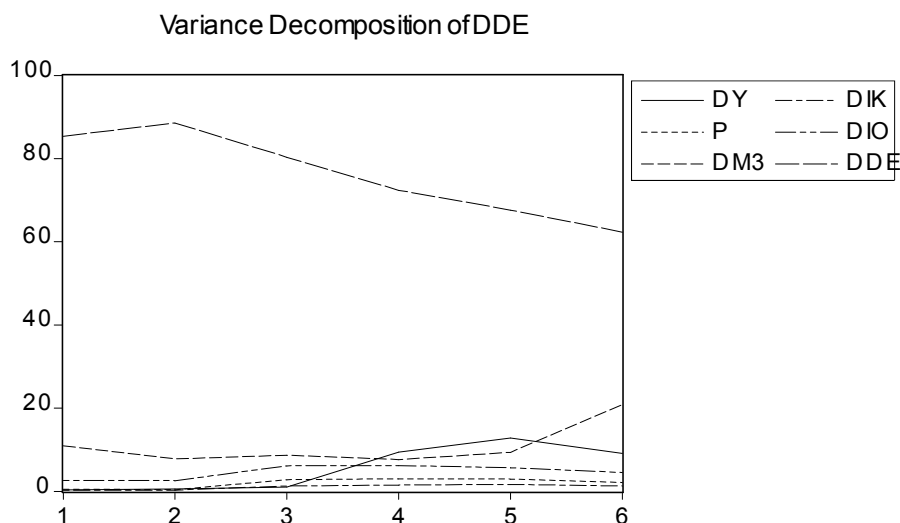


Рис. 2.12. Декомпозиція дисперсії зміни обмінного курсу національної валюти до долара США

Таблиця 2.6.

Результати обрахунку декомпозиції дисперсії зміни обмінного курсу національної валюти до долара США

Period	DY	P	DM3	DIK	DIO	DDE
1	0.347420	0.483842	10.89377	0.286468	2.620356	85.36814
2	0.580187	0.338607	7.729178	0.293010	2.543172	88.51584
3	1.001069	2.743092	8.654384	1.219458	6.073614	80.30838
4	9.404020	2.992634	7.579519	1.487632	6.146884	72.38931
5	12.84722	2.946469	9.374255	1.621477	5.644296	67.56628
6	9.086264	2.062168	20.82252	1.270276	4.503260	62.25551

У результаті оцінки ефективності монетарного регулювання за допомогою VAR-моделі монетарної трансмісії нами було досліджено імпульсні функції відгуків та декомпозиції дисперсій основних макроекономічних та монетарних показників.

За оцінкою імпульсних функцій відгуків встановлено, що найбільший вплив, окрім власних імпульсів, спричиняють імпульси з боку грошової маси та обмінного курсу.

Оцінка декомпозиції дисперсій основних макроекономічних та монетарних показників дає змогу стверджувати, що дисперсії пояснюються в основному

власними змінами показників. Проте, для половини досліджуваних показників, починаючи з 3, 4-го періодів, істотного значення набувають зміни обмінного курсу національної валюти.

Використання векторної авторегресійної моделі (VAR-моделі) дає можливість зробити висновок і про те, що: реакція обмінного курсу на імпульс грошової маси проявляється „миттєво” - з першого періоду дії імпульсу; зміни грошової маси із самого початку визначається власними значеннями і змінами у ВВП.

Висновки до другого розділу

В умовах розвитку транзитивних процесів актуалізується пошук ефективних режимів монетарної політики, та розв'язання проблеми узгодження цілей монетарної та загальноекономічної політики в умовах деформації ринків та недосконалості ринкових механізмів, основною метою реалізації монетарної політики в даних умовах є досягнення цінової стабільності через утримання на низькому рівні інфляції. Жодна з базових концепцій монетарного регулювання не є повністю адекватною до умов транзитивної економіки. Аналізуючи функціонування механізму монетарного регулювання в транзитивних та ринкових економічних системах виявлено закономірності запровадження монетарних режимів регулювання мікропроцесів в розвинутих країнах та країнах, що розвиваються.

1. Доведено, що за умови трансформаційних змін в економіці, розбалансованої та значно відкритої економіки, не спроможної протистояти зовнішнім шокам, відсутність номінального якоря (монетарне, курсове таргетування або таргетування інфляції) може стати чинником фінансових дисбалансів та причиною економічної кризи.

2. Визначено, що використання монетарної стратегії центральними банками країн з трансформаційною економікою, яка поєднувала таргетування двох величин: валютного курсу та інфляції було економічно виправданим за даних макроекономічних умов. На ранніх перехідних етапах монетарної політики в

трансформаційних економіках валютний курс може слугувати проміжною ціллю при монетарному режимі таргетування інфляції.

3. З'ясовано, що головною метою монетарної політики ЄЦБ є забезпечення цінової стабільності та сприяння економічній політиці Євросоюзу, якщо це не загрожує ціновій стабільності. Стратегія монетарної політики ЄЦБ базується на двох підходах (two-pillar approach). Перший підхід – впливає з ключової ролі грошей в вигляді всієї грошової маси, яка визначається агрегатом М3. Другий підхід базується на широкій оцінці перспектив зміни цінової динаміки і ризиків цінової стабільності в євро зоні. В ЄС індекс приросту грошової маси є одним із ключових інструментів монетарної політики. Критерієм цінової стабільності і кінцевою метою монетарної політики ЄЦБ є рівень гармонізованого індексу споживчих цін (ГІСЦ) - нижче 2% річних.

4. Визначено, з огляду на досвід країн Східної та Центральної Європи, що запровадження саме режиму інфляційного таргетування з перехідним періодом, в процесі ринкової трансформації, призводить до зниження рівня і мінливості інфляції та інфляційних очікувань, дає можливість досягти сталих темпів економічного зростання, підняти довіру суспільства до економічної та монетарної влади.

5. Встановлено, в результаті оцінки ефективності монетарного регулювання за допомогою VAR-моделі монетарної трансмісії, що за оцінкою імпульсних функцій основних макроекономічних та монетарних показників найбільший вплив, окрім власних імпульсів, спричиняють імпульси з боку грошової маси та обмінного курсу. Оцінка декомпозиції дисперсій основних макроекономічних та монетарних показників дає змогу стверджувати, що дисперсії пояснюються в основному власними змінами показників. Проте, для половини досліджуваних показників, починаючи з 3, 4-го періодів, істотного значення набувають зміни обмінного курсу національної валюти. Використання векторної авторегресійної моделі (VAR-моделі) дає можливість зробити висновок і про те, що: реакція обмінного курсу на імпульс грошової маси проявляється „миттєво” - з першого періоду дії імпульсу;

зміни грошової маси із самого початку визначається власними значеннями і змінами у ВВП.

6. Визначено, за допомогою побудови імпульсної функції в VAR - моделі, що істотний вплив на інфляцію в Україні спричиняє початковий інфляційний імпульс, що свідчить про те, що інфляційні очікування є самодостатнім фактором цінової нестабільності та підтверджує доцільність запровадження в Україні режиму інфляційного таргетування при якому прозорість діяльності та зростання відповідальності НБУ забезпечить утримання на низькому рівні інфляційних очікувань .

РОЗДІЛ 3

НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ МЕХАНІЗМУ МОНЕТАРНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

3.1. Оптимізація механізму монетарного регулювання економіки в Україні

Принциповим вихідним моментом при переході від кризи, депресії до економічного розвитку, господарського зростання є необхідність синхронізація заходів та інструментів стратегічної економічної політики і політики ринкових реформ. Серед великого розмаїття механізмів та інструментів, що діють в інституційно-економічному середовищі, прямий вплив на господарську динаміку можна здійснювати за допомогою трьох головних важелів: грошово-кредитної політики, податково-бюджетної політики та політики доходів.

В перехідній немонетизованій економіці дія монетарного механізму наштовхується на об'єктивні обмеження, пов'язані з незрілістю, не самодостатністю економічної системи. Та не варто повністю невілювати вплив таких індикативних змінних як відсоткова ставка, грошова маса чи валютний курс на результат макроекономічної діяльності – величину такого макроекономічного показника як ВВП.

Новітні тенденції в розвитку економічних процесів в Україні вимагають трансформації вітчизняної макроекономічної політики по підтримці експортної орієнтації економіки на пошук додаткових стимулів та перспектив розширення внутрішнього ринку. Монетарною основою даних перетворень повинна стати грошово-кредитна політика Національного банку України, яка через вибір ефективної монетарної стратегії забезпечить макроекономічну стабільність в країні, втому числі через утримання на стабільному низькому рівні інфляції.

З огляду на цю нагальну необхідність науковцями та практикаками нині активно обговорюються проблеми та перспективи вибору ефективної моделі монетарного

устрою, застосування якої забезпечувало б високі темпи економічного зростання. Як видно з другого розділу нашого дослідження на основі досвіду ряду країн доведено, що найбільш вдалим, з точки зору віддалених результатів є монетарна стратегія, яка базується на таргетуванні. Представники ортодоксального монетаризму, визначають суть таргетування як: «метод регулювання, який спрямований на забезпечення стабільного зростання грошової маси безвідносно кон'юнктурних коливань, що повинно створити сприятливі умови, для врівноваженого економічного росту» [235, с. 79]. Загалом, трактувати таргетування можна як сукупність дій монетарної влади по визначенню чіткої цілі монетарної політики через встановлення її числової інтерпретації на певний період часу, донесення даної інформації до широкої громадськості з метою забезпечена прозорості монетарної політики та досягнення низького рівня інфляційних очікувань. На даний час в світовій економічній науці виділяють три основних монетарних режими: монетарне таргетування, валютне таргетування та таргетування інфляції. Для досягнення успіху та високої функціональності в запровадженні даних режимів необхідно врахувати ряд макроекономічних умов: ступінь відкритості економіки, можливості економіки протистояти впливам глобальної ліквідності, рівень розвитку фінансового ринку, а також проаналізувати взаємозв'язки в монетарному трансмісійному механізмі визначивши найбільш дієві канали. Автором в першому розділі даної дослідження вже розглядалися характерні риси основних даних режимів монетарної політики. Зосередимо нашу увагу на визначенні оптимального монетарного режиму для України, з огляду на особливості вітчизняної економіки та максимального досягнення поставлених цілей економічної політики.

Режим монетарного таргетування є повністю ортодоксальним і базується на кількісній теорії грошей, тобто кількісна проміжна ціль за певним грошовим агрегатом використовується як номінальний ціновий якор. Із цього випливає, що в економіці існує стійка залежність між зміною пропозиції грошей та інфляцією. Варто зазначити, що автономність в реалізації монетарної політики центральним банком справляє неабиякий вплив на ефективність використання грошового маси як номінального якоря монетарної політики. Зважаючи на складність дотримання двох

основних передумов запровадження даного режиму: стабільність попиту на гроші та можливість ефективного контролю за зміною грошової маси з боку центрального банку, нині дуже обмежена кількість країн використовують режим монетарного таргетування.

Як доводить наше дослідження в Україні різке зростання грошової маси в 1996-2002 роках не викликало стрімкого росту інфляції, внаслідок стрімкого зростання попиту на гроші, яке супроводжувало високі темпи збільшення ВВП (рис. 3.1, 3.2).

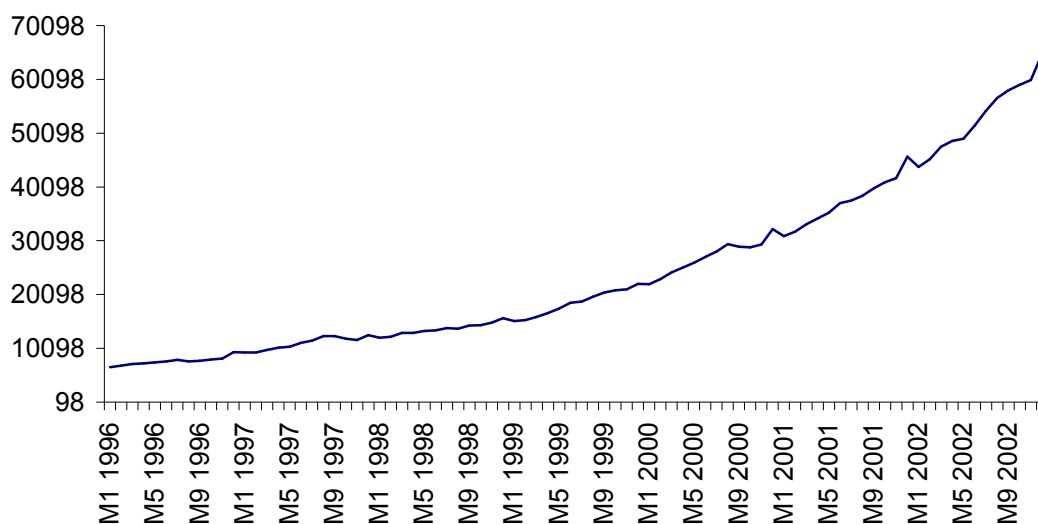


Рис. 3.1. Грошова маса України (М3), млн. грн. в період 1996-2002 рр.

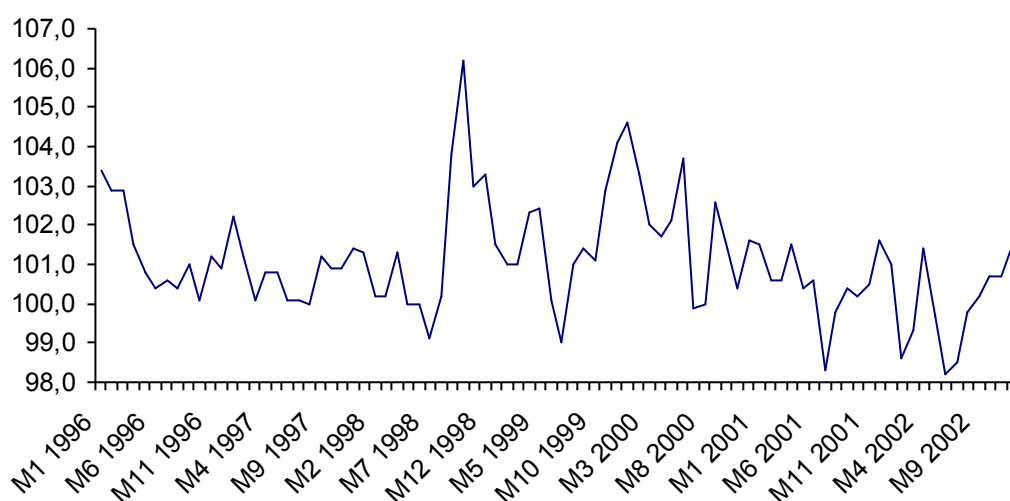


Рис. 3.2. Інфляція в Україні за ІСЦ, % до поперед. місяця в період 1996-2002 рр.¹⁰

¹⁰ Джерело: автор склав та розробив на основі [160]

Низький вплив змін грошової маси на рівень інфляції також підтверджується за допомогою економетричних тестів.

1. Показники парної кореляції приросту грошових агрегатів DM0, та DM3 з індексом споживчих цін (ІСЦ) вказують на зв'язок в межах 16-17%¹¹.

Таблиця 3.1

Показники парної кореляції приросту грошових агрегатів DM0, DM3 з індексом споживчих цін (ІСЦ)

	DM0	DM3	P
DM0	1.000000	0.878380	-0.162581
DM3	0.878380	1.000000	-0.172555
P	-0.162581	-0.172555	1.000000

Такий рівень кореляції вважається незначним і не дає можливості вважати зв'язок приростів грошової маси і інфляції істотним.

2. Тест причинності Гренджера засвідчує, що зміни грошової маси в період 1996-2002 рр. не є причиною інфляції за ІСЦ з ймовірністю 44%. Отже припущення (нульову гіпотезу) щодо існування значущого зв'язку між цими змінними має бути відкинуто.

Одним із факторів, який призвів до відсутності тісного зв'язку між рівнем інфляції та грошовою масою є процес ремонетизації економіки. Варто зазначити, що процеси ремонетизації мають складний інституційний характер, тому рівні та індекси зростання монетизації важко піддаються прогнозуванню. Не менш складно спрогнозувати роль приросту монетизації як антиінфляційного фактору. В останні роки вплив на інфляцію приросту грошової маси посилюється, що свідчить про те, що, ймовірно, зростання попиту на гроші швидко наближається до рівня насичення, це означає, що грошово - кредитна політика має бути більш жорсткою.

¹¹ Оцінку кореляції проведено на основі даних щомісячної статистики НБУ 1996:1-2002:12 в межах економетричного пакету Eviews 3.0.

Здебільшого усі транзитивні економіки зіштовхуються з проблемою нестабільного попиту на гроші, вітчизняна трансформаційна економіка не виключення.

Причинами нестабільності попиту на гроші в трансформаційній економіці є недосконалість фінансових ринків, структурні перебудови в економіці, значна частка тіньового сектору та доларизація, нестабільність попиту на гроші може викликати зміна рівня інфляційних очікувань, а також різка зміна інфляційного показника. Як наслідок ефективність впливу монетарного регулятора за допомогою таргета у вигляді грошового агрегату на інфляційні очікування є досить низькою, що було підтверджується також результатами VAR - моделі, побудованої в другому розділі даної роботи. В результаті визначити необхідний кількісний показник грошей в обігу для забезпечення безінфляційного розвитку економіки вкрай складно, а тому грошовий агрегат в якості основного номінального якоря монетарної політики використовувати недоцільно з огляду на низьку його ефективність. Отже, говорячи про гіпотетичну можливість запровадження режиму монетарного таргетування в Україні, варто наголосити на тому, що в теперішніх умовах розвитку вітчизняної економіки запровадження монетарного таргетування є недоцільним.

При таргетуванні валютного курсу у відкритій економіці номінальним якорем виступає обмінний курс. Ряд країн з трансформаційною економікою, як видно з другого розділу, застосовували на певному етапі транзитивних змін економіки таргетування валютного курсу. Якщо розглядати ситуацію в Україні, то офіційно проголошено використання режиму керованого плаваючого валютного курсу, хоча варто зазначити, насправді НБУ в реалізації монетарної політики повноцінно функціонує прив'язка національної валюти до долара США. Доцільність використання валютного таргетування в Україні залежить від низки факторів: це і рівень доларизації економіки, а в Україні рівень доларизації є досить високим і має зростаючу тенденцію так, рівень доларизації економіки України в 2007 році становив 22,8 %, а в 2009 році зріс до 31, 68%; це величина короткострокових зовнішніх запозичень. за даними НБУ короткостроковий зовнішній борг України

станом на 01.01.2011 р. становить 47,33 млрд. доларів США і виріс порівняно з 2010 роком на 3,3 млрд. доларів США, варто зауважити, що при таких макроекономічних умовах запровадження таргетування валютного курсу має більше негативних ніж позитивних сторін, і є невиправданим для економіки країни.

Слід зазначити, що процеси глобалізації світової економіки, які впливають на зростання руху капіталу між країнами, змушують національну економіку протистояти впливам глобальної ліквідності. Тривале використання високих процентних ставок центрального банку для протистояння спекулятивним нападам в довгостроковому періоді може негативно позначитись на реальній економіці країни.

Як зазначалось, останнім часом окреслилась тенденція до зростання доларизації. Серед причин доларизації в вітчизняній економіці слід відзначити недостатню ліквідність валютного ринку, низький рівень розвитку ринку фінансових інструментів і цінних паперів, деномінованих в національній валюті, високі ризики ліквідності та низький рівень довіри до національної валюти. Варто наголосити на тому, що в умовах високої доларизації деформується дія каналів монетарної трансмісії, що суттєво підвищує невизначеність в монетарній сфері, посилює вплив монетарних шоків і ризики боргової кризи, послаблюється дієвість процентної ставки як інструменту регулювання грошової пропозиції, зменшуються можливості здійснення анти циклічної стимулюючої монетарної політики в частині проведення девальвації, яка стає особливо небажаною в умовах доларизованої економіки.

Проте, ряд вітчизняних економістів, зокрема, О. Дзюблюк, Н. Горшкова виступають прихильниками валютного таргетування в Україні [44, с. 15]. Мотивуючи свої переконання тим, що різка відмова від керованого плавання може зумовити зміну привабливості активів, номінованих в іноземній валюті та коливання обмінного курсу негативно позначаться на динаміці внутрішніх цін через вплив імпортованої інфляції. На даному етапі розвитку економічних відносин в Україні важко не погодитись з даною позицією. Проаналізуємо основні моменти визначення валютного таргетування як основного монетарного режиму в Україні на даний час.

Потрібно наголосити, що саме успішна валютно-курсова політика НБУ найефективніша складова монетарної політики сприяла активному насиченню економіки грошима й забезпечила підвищення рівня монетизації до 48%, тоді як в середині 1990-х років він перебував у межах 10%. Ефективна монетарна політика дала змогу накопичити значні обсяги золотовалютних резервів - уже понад 25 млрд. доларів США, що стало суттєвим фактором забезпечення макроекономічної стабільності й дало змогу НБУ у кризові періоди долати ажіотажний попит на валютному ринку (наприклад, у 2004 році в умовах політичної невизначеності), підтримання стабільного курсу національної валюти життєво необхідне для країни, економіка якої є вельми залежною від зовнішньоекономічної кон'юнктури. Окрім того, проведені дослідження Центром наукових досліджень НБУ показали, що основним каналом механізму монетарної трансмісії в Україні є канал валютного курсу, а валютні інтервенції – основним інструментом і джерелом зростання пропозиції в Україні [110]. Результати моделювання продемонстрували, що збільшення пропозиції грошей є випереджаючим індикатором майбутньої ревальвації офіційного обмінного курсу гривні. Необхідність проведення інтервенцій НБУ на міжбанківському валютному ринку зумовлена тиском на курс національної валюти, спричинений невідповідністю між попитом і пропозицією на внутрішньому валютному ринку. В цілому в 2008 році попит на наявну інвалюту перевищив її пропозицію на 6,1 млрд. доларів [158].

Економічна практика останніх років доводить, що в Україні монетарний трансмісійний механізм базових процентних ставок на грошовий ринок не відіграє значної ролі. Вплив облікової ставки НБУ, поряд з іншими офіційними процентними ставками, на процентні ставки за міжбанківськими кредитами овернайт є незначним, що свідчить про недостатню дієвість процентної політики в регулюванні грошово-кредитного ринку, а відповідно і обмежені можливості впливу центрального банку на сукупний попит та інфляцію. Тому є кілька причин: це і збереження високих кредитних ризиків у реальному секторі економіки, і низька капіталізація банків, і незначні обсяги ринку цінних паперів тощо. Тобто в країні ще недостатньо розвинуті фінансова і банківська системи. Ринок іноземної валюти досі

був єдиним ефективним засобом впливу на стан грошового обігу. Останнє фактично означає, що різка відмова НБУ від участі на валютному ринку може сформувати посилення дефіциту ліквідності у банківській системі та призвести до подальшого підвищення відсоткових ставок. Розглядаючи інші канали трансмісійного механізму в Україні варто зазначити, що у дії кредитного каналу механізму монетарної трансмісії існує прямий зв'язок між зростанням грошової бази, обсягами залучених депозитів і наданих кредитів. При цьому зворотні зв'язки між зростанням обсягів банківських кредитів та обсягами залучених депозитів є статистично незначущими, що свідчить про наявність у банків інших (не депозитних) важливих джерел фінансових ресурсів (зокрема, валютні запозичення з-за кордону). Канал очікувань економічних суб'єктів використовується з метою виявлення впливу політики НБУ на очікування економічних суб'єктів і, зокрема, щодо майбутньої динаміки обмінного курсу. В даному контексті слід зазначити, що позитивною стороною запровадження монетарного режиму з номінальним якорем валютним курсом є зростання довіри макроекономічних агентів до дій центрального банку, зрозумілість ними цільового орієнтира монетарної політики. Очевидним є те, що зазначені особливості каналів монетарного трансмісійного механізму обумовлені поточним режимом грошово-кредитної політики НБУ, який ґрунтується на прив'язці обмінного курсу гривні до долара США.

Проте з огляду на необхідність змін у грошово-кредитній політиці з метою посилення ефективності управління макроекономічними процесами за допомогою монетарних інструментів, вітчизняними науковцями та практиками обговорюються проблеми та перспективи наміченого переходу до нового і, як показує світова практика, більш ефективного режиму грошово-кредитної політики – інфляційного таргетування. Одночасно на практиці, відповідно до завдань щодо поступової підготовки до таргетування інфляції, визначених в Основних засадах грошово-кредитної політики, починаючи з 2003 року [132, 133, 134, 135, 136], створюються передумови для успішного його запровадження.

Тривалий час в Україні точаться дискусії щодо доцільності запровадження режиму інфляційного таргетування. Разом з тим, якщо перехід до інфляційного

таргетування формально декларується, а не супроводжується кроками з пришвидшенням структурних змін, удосконаленням фіскальної та бюджетної політики, соціальних програм, то бажаного результату від інфляційного таргетування не буде. Йдеться про те, що запровадження інфляційного таргетування потребує паралельного удосконалення інших складових економічної політики. Система впровадження інфляційного таргетування передбачає створення широкого спектру «технічних» передумов.

Насамперед, потрібно законодавчо, Національному банку та Уряду визначити основні стратегічні цілі макроекономічної політики, в яких має бути конкретизовано методи досягнення цінової стабільності як стратегічного завдання та прописано числове значення такої індикативної змінної як інфляція.

Наступне, що виступає передумовою запровадження таргетування інфляції в Україні це надання НБУ незалежності (автономності) в реалізації монетарної політики, виборі монетарних інструментів, чітке визначення правил, яких має дотримуватись НБУ для забезпечення цінової стабільності і ступінь відповідальності НБУ за результати монетарної політики.

Чітко потрібно визначити та опрацювати основні дієві канали монетарного трансмісійного механізму через які така змінна як процента ставка буде впливати на показник інфляції в країні.

Окрім того, як відомо, таргетування інфляції передбачає транспарентність діяльності центрального банку та звітуванням перед широким колом громадськості про результати проведення монетарної політики, для в Україні потрібно створити систему комунікацій НБУ з суспільством. Дані комунікаційні зв'язки можуть розвиватися через періодичний друк звітів центрального банку про результати монетарної політики в досягненні проголошених цілей, проведенні опитування макроекономічних суб'єктів щодо інфляційних очікувань та їх реакції на монетарну політику центрального банку. З метою прийняття виважених, правильних рішень в реалізації ефективної монетарної політики, Національний банк України має спиратися на результати економічного та монетарного аналізу, які в Україні теж потребують розвитку та удосконалення.

Ще однією із передумов успішної реалізації політики таргетування інфляції є розвинута фінансова система, аби звести до мінімуму потенційні конфлікти із цілями фінансової стабілізації та гарантувати ефективну передачу впливу грошово-кредитної політики, банківська система повинна бути надійною, а ринки капіталу - добре розвинутими. З огляду на специфіку розвитку економіки в Україні до переліку вимог можна додати наявність ефективних державних механізмів впливу на ціноутворення в сільському господарстві та на ринку нафтопродуктів.

Однозначно, необхідною передумовою запровадження режиму інфляційного таргетування в Україні є наявність системи каналів взаємодії між Урядом (виконавчою владою) та Національним банком України, щодо визначення основних шляхів забезпечення макроекономічної цілі – стабільності цін. Як відомо, причини інфляції можуть виникати як з боку попиту та і з боку пропозиції. Центральний банк здебільшого регулює інфляційні процеси, причини яких приховуються в незбалансованості сукупного попиту. В останні роки динаміка цін на споживчому ринку формується здебільшого під впливом інфляції витрат. Розглядаючи монетарну природу інфляції, а саме на монетарні її причини має найбільший вплив центральний банк, то в Україні інфляція зумовлена здебільшого немонетарними чинниками, а на інфляцію витрат НБУ не може ефективно впливати. Так, у 2008 році внесок інфляції попиту у зростання індексу споживчих цін був досить помірним – 2,2 відсоткового пункту з 10,4%, саме на стільки збільшилась з початку 2008 року вузька базова інфляція [208, с. 29]. Звичайно, можна як ціновий якір взяти не рівень споживчих цін, а показник базової інфляції, вилучивши з індексу споживчих цін вплив державного цінового регулювання. Свого часу такий шлях обрали Чехія та Нова Зеландія. Але в Україні високий ризик того, що суспільство не зрозуміє подібного підходу, як і ефективності заходів грошово-кредитної політики. Це може призвести до посилення інфляційних очікувань і знівелює позитивний ефект від таргетування інфляції. Варто зауважити, що у вітчизняному законодавстві чітко не визначено ступеня відповідальності Уряду та НБУ за невиконання макроекономічної цілі – цінової стабільності, в довгостроковій перспективі.

Конкретизуючи обов'язки НБУ в статті 6 Закону України «Про Національний банк України» чітко вказано, що відповідно до Конституції України основною функцією Національного банку є забезпечення стабільності грошової одиниці України. При виконанні своєї основної функції Національний банк має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі. Національний банк у межах своїх повноважень сприяє стабільності банківської системи за умови, що це не перешкоджає досягненню цінової стабільності в країні. [59]. Як бачимо, не сказано конкретно на кому лежить основна відповідальність за досягнення цінової стабільності в країні. На даний момент, коли ми говоримо про розвиток інфляційних процесів в Україні в 2004-2007 роках, варто згадати і такі фактори, як недостатню лібералізацію цін та широке використання механізмів їх державного регулювання. Окремим рядком потрібно виділити проблему відсутності відповідних комунікаційних зв'язків між НБУ та макроекономічними агентами з приводу розв'язання проблем інфляції та пояснення окремих дій НБУ. В економічно розвинутих країнах одним особливістю реалізації монетарного режиму таргетування інфляції є належно побудована структура комунікацій з суб'єктами економіки, яка дозволяє впливати центральному банку на інфляційні очікування економічних агентів. В Україні, на жаль, досить часто непродумані та упереджені заяви окремих посадових осіб лише підбурюють процеси зростання цін, про представників політичних партій в таких випадках годі й говорити.

За режиму інфляційного таргетування зростає роль процентної політики: за даних обставин основним монетарним інструментом центрального банку виступає - відсоткова ставка, з огляду на це в монетарному передавальному механізмі найбільш дієвим виступає канал процентних ставок. На жаль, як вже зазначалось вище в Україні процентний канал не відіграє значної ролі у вітчизняному монетарному трансмісійному механізмі. Як показує практика, принципи використання облікової ставки НБУ, як базової, відрізняються від механізму її дії в зарубіжних країнах, що і зумовлює вітчизняну специфіку дії процентного каналу трансмісійного механізму грошово-кредитної політики. У більшості розвинутих країн базова ставка – це ставка за основним інструментом монетарної політики. За

нею проводиться найбільший обсяг монетарних операцій центрального банку. Таким чином, вона прямо чи опосередковано впливає на широкий спектр процентних ставок на фінансовому ринку (кредитні, депозитні, міжбанківські), а через фінансовий ринок – на прийняття суб'єктами економіки рішень щодо виробництва, заощаджень, споживання, а відповідно і на рівень виробництва валового внутрішнього продукту та рівень інфляції в країні.

На вітчизняному грошово-кредитному ринку монетарні операції центрального банку за обліковою ставкою фактично не здійснюються. Ключовою ставкою, тобто ставкою, за якою НБУ проводить найбільший обсяг операцій, є процентна ставка за кредитами овернайт. З метою удосконалення процентної політики центрального банку та зростання її впливу на регулювання процентних ставок на вітчизняному міжбанківському ринку, на нашу думку, необхідно розглянути можливість вжиття заходів, спрямованих на звуження коридору між верхньою (кредитною) та нижньою (депозитною) процентними ставками овернайт НБУ. На кінець 2007 р. цей процентний коридор в Україні становив близько 12%, тоді як у Чехії та Угорщині – 2%, Польщі – 4%. Постійна реальна доступність кредитних і депозитних операцій за цими ставками дозволить утримувати міжбанківські короткострокові ставки в рамках коридору, знизити їх волатильність та через криву дохідності впливати на процентні ставки на фінансовому ринку, і в подальшому – на попит і пропозицію грошей та рівень інфляції у країні.

У зв'язку з наміченою в Україні перспективою переходу до монетарного режиму, що ґрунтується на ціновій стабільності, необхідною передумовою є мінімізація присутності НБУ на внутрішньому валютному ринку та зниження ролі валютних операцій центрального банку в його регулюванні. Це зумовлює розширення меж валютного коридору та переходу в середньостроковій перспективі до режиму вільного плавання обмінного курсу.

Аналізуючи перспективи обрання НБУ оптимального монетарного режиму, варто зупинитись на питанні доцільності обрання тої чи іншої кількісної цілі (індикатора) грошово-кредитної політики. Варто зазначити, що сучасна грошово-кредитна політика не має законодавчо визначених кількісних цілей. Основною

функцією Національного банку України та метою його грошово-кредитної політики є забезпечення стабільності грошової одиниці України як монетарної передумови збалансованого соціально-економічного розвитку. Однак в законодавчих актах України ми не зустріли за якими кількісними параметрами оцінюється стабільність грошової одиниці за допомогою яких можна було оцінювати можливості та проблеми досягнення стабільності грошової одиниці, також офіційно не роз'яснюється, що розуміється під поняттям стабільність грошової одиниці.

Кількісно індикативні змінні фінансової сфери щороку визначаються в Основних засадах грошово-кредитної політики такими змінними протягом 2002-2006 років були індекс споживчих цін, обмінний курс гривні до долара США, монетарна база, грошова маса. З 2007 р. НБУ передбачено такі прогностичні показники монетарної сфери як індекс споживчих цін, грошова маса та обмінний курс гривні до долара США. Також наголошується на тому, що зростання грошової маси не виступає основною монетарною ціллю національного банку і будь-які відхилення від неї не вимагають автоматичного коригування монетарної політики [139]. Як показав досвід реалізації монетарної політики в Україні, одночасне дотримуватись всіх прогнозованих орієнтирів монетарної політики в Україні практично нереально.

Пояснити це можна тим, що одночасне утримання на задекларованому рівні всіх вищеперерахованих індикативних змінних потребує використання НБУ різних за спрямуванням дії, одночасно несумісних монетарних інструментів. Окрім того варто звернути увагу і на макроекономічні умови за яких реалізується монетарна політика, а це високий ступінь відкритості економіки для руху міжнародного капіталу, проблеми ефективного використання фінансових інструментів, трансформаційні зміни в економіці.

Для підвищення транспарентності діяльності Національного банку України потрібно конкретизувати питання щодо того, дотримання яких саме показників, в якому числовому діапазоні має забезпечувати національний банк при здійсненні монетарної політики. Основна ціль монетарної політики НБУ, яка в законодавчому порядку трактується як «забезпечення стабільності грошової одиниці України» без визначення конкретних кількісних цільових орієнтирів, на наш погляд, адекватно не

сприймається макроекономічними агентами, через незрозумілість самого формулювання цілі монетарної політики.

Ключовою ціллю монетарної політики в Україні, на нашу думку, однозначно має бути визначено досягнення цінової стабільності, паралельно з цим потрібно провести ряд досліджень з метою формулювання числового коефіцієнта, орієнтира, зрозумілого всім економічним агентам, утримання якого на стабільному рівні буде завданням національного банку.

Варто зазначити, що починаючи із 2007 року, зростання цін на продовольчі товари стало головною складовою інфляції споживчих цін. В 2008 році ціни на продукти харчування зросли на 47,2 % порівняно з 2007 роком, згідно структури ІСЦ в Україні продукти харчування відповідають за 53% загальної інфляції, що значно перевищує аналогічні показники в європейських країнах. Вважаємо, що доцільно використовувати як кількісний індикатор цілей монетарної політики показник інфляції без врахування продуктів харчування та енергоносіїв.

Обираючи для України основним монетарним устроєм таргетування інфляції ми розуміємо, що це не короткостроковий процес еволюції монетарного режиму, однозначно Україна потребує довготривалого перехідного періоду для реалізації всіх передумов для введення таргетування інфляції як основного монетарного режиму. Адже найефективнішою є монетарна політика із прозорими, зрозумілими широкій громадськості правилами, перспективна, достатньо гнучка в узгодженні таких цілей як стабільність цін та досягнення економічного зростання в умовах циклічного розвитку економіки. Оптимальним в даному випадку є запровадження таргетування інфляції, як ефективного монетарного режиму.

Відомий український вчений, дослідник проблем запровадження таргетуємих режимів О. Петрик, в своїх дослідженнях спростовує думки, які склались у економічній науці, стосовно певних складнощів та негативних сторін запровадження монетарного режиму таргетування інфляції.

Він стверджує, що таргетування інфляції не потрібно розуміти як «набір жорстких правил», для дотримання яких центральний банк використовує «механічні» інструкції по реалізації монетарної політики за даних умов.

Навпаки, цей режим потребує, щоб центральний банк проводив економічний та монетарний аналіз всієї доступної йому інформації для того щоб прийняти відповідні ефективні заходи по проведенню інфляційного таргетування з метою досягнення наперед встановленої цілі. На відміну від простих правил політики, «інфляційне таргетування не вимагає, щоб центральний банк ігнорував усю економічну інформацію й фокусувався винятково на одній змінній, тобто - на інфляції» [153, с. 133].

Окрім того варто зазначити, що застосування режиму таргетування інфляції надає центральному банку можливість самостійно, незалежно приймати монетарні рішення. Практика використання інфляційного таргетування довела, що монетарна політика за даного монетарного режиму має можливість коригуватися залежно від економічної ситуації, яка склалась в країні.

Як стверджує О. Петрик «центральні банки за режиму інфляційного таргетування одержують значні можливості маневрування з метою стабілізації флуктуацій економічного зростання шляхом застосування спеціальних механізмів та виключень» [153, с. 134]. Варто зазначити, що утримання на стабільному низькому рівні інфляції є основним завданням монетарної політики таргетування інфляції. Такий режим фокусує увагу тих, хто здійснює макроекономічну політику взагалі та монетарну політику зокрема, в першу чергу - на перспективний стабільний розвиток економіки завдяки низькій та передбачуваній інфляції, а вже потім - на поточне вирішення проблем за рахунок майбутнього розвитку.

Отже, поєднуючи теоретичні засади запровадження політики плаваючого валютного курсу та перспективи відмови в майбутньому від режиму валютного таргетування в Україні, а також переходу на інфляційне таргетування із особливостями розвитку економіки України, на нашу думку є доцільним запровадження перехідного періоду, протягом якого має бути забезпечено:

- підвищення ефективності операцій монетарної політики та відповідно збільшення в емісійній політиці НБУ частки операцій рефінансування і операцій із цінними паперами на відкритому ринку;
- впровадження практики середньострокового прогнозування (три роки)

цільових орієнтирів грошово-кредитної політики;

- поступове посилення ролі процентної політики та процентного каналу в монетарному трансмісійному механізмі;
- поступову лібералізацію ринку капіталу, яка проводитиметься синхронно з розвитком банківської системи, оскільки відмова від основних валютних обмежень потребує широкомасштабної і негайної перебудови системи регулювання внутрішнього ринку фінансових послуг. Валютна лібералізація будь-якою ціною не повинна бути самоціллю, оскільки це не відповідає національним інтересам країни. Етапи лібералізації мають співвідноситись із підвищенням конкурентоспроможності не лише вузької групи експортерів сировини, а й основних секторів економіки України (в тому числі банківської системи) у світовому господарстві;
- підтримання на достатньому рівні валових міжнародних резервів зі збільшенням у них частки євро;
- утримання курсу від значних номінальних коливань у визначеному діапазоні, який у міру досягнення попередніх цілей, а також цілей дерегуляції внутрішнього ринку товарів та послуг, реформування фіскальної політики держави поглиблюватиметься.

Та все ж варто зазначити, що економічна стабілізація не може відбутися завдяки лише виваженій монетарній політиці, стабільна національна валюта є необхідною, але не достатньою умовою економічного зростання. Будь-які спроби прив'язати монетарну політику лише до цінової стабільності за нинішньої структури економіки приречені на невдачу, а НБУ доведеться лише жорстко обмежити грошову пропозицію, що матиме наслідком передусім скорочення виробництва та економічну стагнацію. З іншого боку, саме довгострокове економічне зростання на основі успішно проведених структурних реформ, як свідчить світовий досвід, у перспективі стає обмежувальним фактором для цінової динаміки. Це пов'язано з тим, що чим вища ефективність виробництва, тим більша частка приросту грошової маси спрямовується не на інфляційне зростання, а на інвестиційне забезпечення зростання продуктивності праці. А обмежувальна монетарна політика не може цьому сприяти,

оскільки негативно позначається на інвестиційній активності і робить неможливим підвищення економічної ефективності.

Слід ще раз нагадати, що в Україні обмежені можливості впливу грошово-кредитного регулювання на перебіг відтворювального процесу та стан реального сектору господарства країни. Це пов'язано передусім із відсутністю або недостатністю базових, структурних реформ у реальному секторі, виявом чого є нездатність основної маси підприємств працювати в умовах гнучкої системи цін, пристосовуватися до умов конкурентного середовища та змін ринкової кон'юнктури. Свідченням цього є кризові явища на ринку енергоносіїв на початку 2005 року і в системі газопостачання на початку 2006 року, коли підприємства із застарілими енергозатратними технологіями виявили нездатність працювати в умовах жорстких викликів ринкових механізмів ціноутворення. За таких обставин реальний сектор доволі слабо реагує на передавальні імпульси монетарної політики, навіть якщо вона провадиться за класичними ринковими принципами.

З урахуванням викладеного, в середньостроковій перспективі вважаємо за доцільне говорити про декларування середньострокової цілі НБУ на 2007-2009 роки - підтримання стабільності грошової одиниці як передумови фінансової рівноваги та економічного зростання на інвестиційно-інноваційній основі. Протягом зазначеного періоду, НБУ ще не може відмовитись від певного контролю за обмінним курсом як важливим орієнтиром для населення та суб'єктів господарювання, а також зважаючи на його значну роль у підтриманні макроекономічної рівноваги і стабільності.

Однак удосконалення системи валютного регулювання має здійснюватися в напрямі поступового послаблення керованості валютного ринку та його подальшої лібералізації, забезпечення більшої гнучкості обмінного курсу, можливого розширення діапазону його середньорічних значень із подальшою відмовою від встановлення такого діапазону. Безумовно, для згладжування сезонних коливань і шоків необхідно використовувати інтервенції на міжбанківському валютному ринку.

Підтримка інвестиційно-інноваційного зростання економіки має для України стратегічне значення, адже не впоравшись із даним завданням, вона не зможе увійти до когорти сучасних цивілізованих країн. І це має враховуватись у грошово-кредитній політиці, наприклад, при вирішенні питань рефінансування державного банку другого рівня, який ставить собі за мету кредитування інноваційних проектів.

Проте, необхідно здійснити цілий комплекс заходів, спрямованих на підвищення ефективності всієї економічної системи. А без цього прив'язка монетарної політики НБУ виключно до цінової стабільності як єдиного головного показника ефективності лише посилить структурні дисбаланси, позаяк штучна нестача грошової пропозиції суттєво обмежує економічне зростання. При цьому купівельна спроможність грошей нівелюватиметься зростанням цін, провокованим дефіцитом інвестицій і товарної пропозиції.

При виборі ефективного монетарного режиму для України варто зацентувати увагу ще на одному аспекті: стабільність грошової одиниці, як мета грошово-кредитної політики має внутрішню та зовнішню складові: ціни та обмінний курс. За своєю суттю така мета є сумісно-розділеною, яка виражається у процесі суміщення розділених цілей в одну – стабільність грошової одиниці. Досягнення такої мети можна назвати «сумісно-розділеним» (розгорнутим) таргетуванням стабільності грошової одиниці [72, с. 57]. Особливого значення концепція розгорнутого таргетування набуває у відкритій економіці, в умовах нестабільності. Коли постає завдання відстежувати зміни ситуації і залежно від обставин переносити акценти із зовнішньої нестабільності на внутрішню, і навпаки. Саме така ситуація на сьогоднішній день склалась в Україні, і тому ми маємо ситуацію за якої з одного боку, проголошено перехід до таргетування інфляції, і акценти зміщуються в цьому напрямі, а з іншого – з огляду на високий рівень доларизації економіки і традиційну орієнтацію населення на оцінку стабільності грошової одиниці за обмінним курсом, він залишається важливою метою грошово-кредитної політики. Розв'язання завдання зниження рівня інфляції має суміщатися з регульованим «плаванням» обмінного курсу.

Вважаємо, що за сучасних умов розвитку вітчизняної економіки Україні може перейти на повноцінний режим інфляційного таргетування протягом трьох років із використанням плаваючого валютного курсу. Даний перехідний період в обсязі трьох років надасть можливість Україні досягти інфляційних орієнтирів в розмірі 3-4%, при цьому НБУ повинен проводити активну комунікацію з макроекономічними агентами відносно інформування про динаміку валютного курсу та по зниженню рівня доларизації економіки. Паралельно необхідно оптимізувати монетарні інструменти НБУ, зокрема активізувати використання облікової ставки відсотка, а також відкоригувати методику прийняття монетарних рішень НБУ. З огляду на те, що в умовах кризи 2008-2009 років НБУ посилив валютний контроль, то на посткризовому етапі варто послабити валютні обмеження в таким чином удосконалити норми валютного регулювання. Як впливає з викладеного вище, формування ефективної стратегії грошово-кредитного регулювання відіграє особливо важливу роль у всій сукупності здійснюваних перетворень, оскільки монетарна політика, визначаючи особливості функціонування грошової сфери економіки, активно впливає на діяльність усіх суб'єктів ринку в усіх галузях і секторах господарства. Сучасна стратегія монетарної політики Національного банку України попри збереження своєї гнучкості спрямована на підтримання валютно - курсової стабільності як основи ефективної організації грошового обігу в країні.

Проте, варто зауважити що ефективність монетарної стратегії інфляційного таргетування в Україні буде високою, лише за умови успішного реформування всіх сфер вітчизняної економіки, належної взаємодії монетарної політики з бюджетною, ціновою політикою, з політикою управління державним боргом, в такому випадку реалізація монетарної стратегії досягне своєї основної мети – довгострокової цінової стабільності.

3.2. Особливості впливу інтеграційних процесів на функціонування вітчизняного механізму монетарного регулювання

Розвиток інтеграційних, глобалізаційних процесів у сучасному світі, геополітичне та гео економічне положення України, історичні, економічні, культурні, етнонаціональні зв'язки і традиції – зумовлюють необхідність визнання ролі та місця нашої країни у світовому господарстві в цілому та у європейському співтоваристві зокрема.

Очевидно, що відкрита економіка України не може не зазнавати впливу глобальних чинників, який дістає свій прояв, зокрема, у зміні середовища проведення національної грошово-кредитної політики. Тому, ми вважаємо за потрібне розглянути напрями гармонізації вітчизняного механізму монетарного регулювання суспільного виробництва з європейськими механізмами монетарного регулювання економічних процесів. Обрання Україною євро інтеграційного вектору розвитку економіки пояснюється розумінням того, що розвиток інтеграційних процесів позитивно впливає на всі сфери життя суспільства.

Ставлячи перед собою за мету - зближення з економічними та політичними структурами Європи, ми усвідомлюємо, що в Україні необхідно здійснити ряд ринкових перетворень у господарстві країни з урахуванням тих тенденцій розвитку світової економіки, що визначають можливості входження України на рівноправних, партнерських засадах до числа країн, котрі у перспективі можуть бути інтегровані до Європейського Союзу.

Варто зазначити, що фундаментальні зміни економічної політики європейських країн, спрямовані на забезпечення успішного функціонування Європейського валютного союзу, пов'язані із двома найсуттєвішими моментами: по-перше, це необхідність дотримання у всіх економіках країн-членів «зони євро» низького рівня інфляції, здорових державних фінансів та стабільних курсів валют; по-друге, це застосування уніфікованих механізмів грошово-кредитного регулювання, що здійснює Європейський центральний банк та підпорядковані йому національні центральні банки з метою підтримання цінової стабільності, а також сприяння загальній економічній політиці Європейського Союзу. За таких обставин реалізацію стратегічної мети реформування вітчизняної економіки щодо її поступової інтеграції в європейські структури можна було б розглядати з позицій

вирішення такого важливого завдання, як поступова адаптація фінансово-кредитної системи нашої країни до прийнятих у ЄВС стандартів. Цілком очевидно, що шляхи розв'язання цього завдання перебувають як у макроекономічній площині в цілому, так і в рамках функціонування центрального банку як головного елемента монетарного механізму регулювання економіки. Макроекономічні аспекти даної проблеми визначаються можливостями обрання стратегічних цілей економічної політики дотримання критеріїв конвергенції, які були сформульовані в Маастрихтському договорі: рівень процентної ставки не більше 5,42%, рівень інфляції не більше 2,6%, дефіцит бюджету не більше 3%, державний борг не більше 60% [107, с. 78].

Розглядаючи напрямки інтеграції вітчизняної банківської системи у єдиний європейський банківський простір, варто виділити можливих три етапи: перший етап – підготовчий, який передбачає досягнення центральним банком монетарної та фінансової стабільності, належної поінформованості суспільства про діяльність Національного банку України та Європейського центрального банку, розробка довготермінової монетарної стратегії, покращення банківського менеджменту, подальше впровадження нових форм звітності та обліку згідно стандартів ЄС. Другий етап можна охарактеризувати виконанням директив ЄС щодо уніфікації законодавства кожної країни - члена ЄС, зокрема в фінансовій та монетарній сфері. Напрямами реалізації третього етапу по синхронізації банківських систем, який характеризується введенням в обіг єдиної європейської валюти – євро, є адаптація банківської системи України відповідно до вимог монетарного союзу.

Варто зацентувати уваги на поясненні принципів за якими функціонують європейські центральні банки, це: підпорядкування всієї діяльності банку меті забезпечення дотримання стабільності цін; гарантування незалежності центрального банку у сфері формування і реалізації монетарної політики; недопустимість безпосереднього фінансування бюджетного дефіциту і прямого кредитування урядових структур; впровадження правила колегіальності у прийнятті важливих монетарних рішень. Моніторинг з боку ЄЦБ процесу інтеграції нових країн-членів можна звести до таких основних напрямків: номінальне та реальне зближення,

приспособлення валютного курсу, зміцнення банківського та фінансового секторів, стратегії та проведення монетарної політики, лібералізація руху капіталів і питання функціонування центрального банку та банківської інфраструктури. Реальне та номінальне зближення насамперед відображається в ціновій динаміці і має важливі наслідки для проведення грошово-кредитної політики. Зближення реальних доходів і цін є особливо актуальним для трансформаційних економік, де так званий ефект Баласса- Самуельсона має значний вплив на здійснення монетарної та фіскальної політики. Для грошово-кредитної політики це передбачає зосередження на стабільності цін і в той же час на визнанні необхідності проведення відносних та абсолютних цінових пристосувань по відношенню до цін головних торгових партнерів. Ці коригування передбачають, що протягом періоду надолужування очікуванні темпи інфляції будуть дещо вищими за темпи в країна – головних партнерах та партнерах в межах єврозони. Що ж стосується валютного курсу, то як видно з результатів проведеного аналізу в другому розділі, кожна країна-кандидат на приєднання до ЄС обирала свій валютний режим, який залежав від стартових умов для здійснення процесів трансформації в цих країнах. Ще одним із важливих напрямків інтеграції вітчизняного банківської системи в європейський банківський простір, як відзначалось, є стійкість та ефективність банківської, фінансової та платіжної систем, в цьому відношенні варто згадати наступні моменти. По – перше, створення ліквідних ринків капіталу є необхідною умовою для ефективної проведення монетарної політики, по – друге, структурна слабкість фінансової системи може мати прихований вплив на трансмісійні монетарні механізми.

Варто зазначити, що можливості вдосконалення монетарного механізму залежать від ефективності застосування основних інструментів впливу на економіку, що використовуються центральними банками розвинутих країн та на сьогодні набувають певних уніфікованих форм у рамках функціонування ЄЦБ, загалом визнаючи застосування ним трьох основних інструментів монетарного механізму: обов'язкових резервів, постійно діючих механізмів рефінансування та операцій на відкритому ринку.

Незважаючи на певні дискусії у виборі важелів грошово-кредитного регулювання, ЄЦБ визнав необхідність використання обов'язкових резервів як ефективного механізму підтримання ліквідності кредитних інститутів і забезпечення стабільної кон'юнктури грошового ринку євро. Безпосередня дія зазначеного механізму залежить від величини встановленого центральним банком нормативу обов'язкових резервних відрахувань, що мають здійснювати комерційні банки. Згідно з методикою ЄЦБ резервні вимоги поширюються на всі види банківських депозитів та емітованих цінних паперів за винятком зобов'язань щодо кредитних інститутів, які формують обов'язкові резерви, а також установ Європейської системи центральних банків.

У статуті Європейського центрального норма обов'язкового резервування, прописана на рівні 2% (при офіційно закріплених можливостях його зміни від 0 до 10%). Загалом схему застосування мінімальних обов'язкових резервів Національним банком України можна вважати у певній мірі наближеною до діючої практики розвинутих європейських країн, в Україні норматив резервування за строковими коштами та вкладками (депозитами) для юридичних і фізичних осіб в іноземній валюті становить 4 %, а за вкладками (депозитами) в іноземній валюті до запитання та за коштами на поточних рахунках - 7 %, хоча в 2009 році норматив резервування в ЄЦБ коливався від 2% до 3% [164].

Водночас необхідно відзначити і наявність суттєвих розбіжностей, усунення яких визначить шляхи подальшого вдосконалення системи обов'язкового резервування для комерційних банків нашої країни.

По-перше, на відміну від України, ЄЦБ на суму середнього значення обов'язкових резервів протягом періоду підтримання нараховуються і сплачуються проценти шляхом їх зарахування на рахунок комерційного банку. Тому для вирішення проблеми неефективного використання значних сум сформованих комерційними банками ресурсів Національному банкові слід було б розглянути можливість нарахування плати за сформовані комерційними банками резерви (принаймні у розмірі половини встановленої облікової ставки), що могло б стати

важливим засобом підвищення ефективності функціонування кредитних установ загалом.

По-друге з метою підвищення ефективності механізму обов'язкового резервування можна було б запропонувати ряд заходів, котрі стосуються передусім диференціювання величини резервних вимог. Таке диференціювання можна здійснювати за кількома критеріями: за строками залучення коштів - чим вони коротші, тим вищі ставки резервування і навпаки; за абсолютними сумами коштів, внесених на банківські депозити; залежно від типів кредитних установ, їх розмірів, а також вибору пріоритетів при здійсненні активних операцій.

Саме запровадження елементів диференціювання резервних вимог за різними критеріями слід вважати одним із найперспективніших напрямів розвитку обов'язкового резервування в системі заходів грошово-кредитного регулювання економічних процесів, що може підвищити їхню гнучкість та ефективність. Загалом же реалізація означених вище напрямів удосконалення системи мінімальних обов'язкових резервів може створити оптимальну схему застосування Національним банком України резервних вимог як інструменту впливу на діяльність комерційних банків, адекватного системі, котру використовує нині Європейський центральний банк.

Що стосується постійно діючих механізмів рефінансування, то на даний час в Україні згідно з чинними нормативними актами НБУ передбачена можливість реалізації різних видів рефінансування, які власне використовуються і національними банками ЄС, а саме: переоблік векселів, ломбардні кредити, операції РЕПО, кредитні аукціони, прямі кредити. Щоправда основними формами рефінансування НБУ комерційних банків залишаються переважно операції РЕПО та ломбардне кредитування.

Попри введення окремих обмежень щодо операцій рефінансування, зокрема під заставу комерційних векселів, запроваджені ЄСЦБ, у Європі домінують саме корпоративні цінні папери, які слугують для забезпечення кредитів, наданих центральним банком.

Національні центральні банки, які входять до ЄСЦБ, особливу увагу приділяють активнішому використанню в операціях рефінансування в ролі застави кредитних зобов'язань приватного сектору [260]. Як підтверджує ряд досліджень діяльності ЄЦБ, центральний банк проводить політику спрямовану на забезпечення рівних частин зобов'язань державного та приватного секторів в структурі операцій по рефінансуванню ЄЦБ.

Центральні банки країн ЄС використовують корпоративні цінні папери при регулюванні грошово-кредитного ринку тому, що, на відміну від США, мають доступ до ринку цінних паперів компаній як фінансового, так і не фінансового секторів. Так, у Німеччині питома вага цінних паперів в активах та зобов'язаннях банків на 01.01.2006 р. становила відповідно 20.2 і 28.8%. Загалом у країнах ЄС частка цінних паперів в активах банків сягає 34.6 %, у зобов'язаннях - 57.6% [69, с. 23]. При рефінансуванні банків під заставу корпоративних цінних паперів сума кредиту завжди менша від вартості застави. Ця маржа захищає центробанк при зменшенні вартості заставленого фінансового активу.

Щодо базових вимог ЄЦБ до порядку надання кредитів рефінансування, то вони стосуються насамперед видів цінних паперів, які мають відповідати високим параметрам надійності й ліквідності (наприклад, наявність юридичної адреси емітента в «зоні євро», котирування на фондових ринках ЄС тощо). Такі параметри вочевидь можуть стати об'єктивною перешкодою для оцінки операцій рефінансування НБУ як таких, що адекватні європейським стандартам.

Зазначимо, що в Україні ще не повною мірою сформовано конкретні механізми реалізації згаданих інструментів рефінансування. До прикладу, на сьогоднішній день, в Україні не сформовано методичку відбору цінних паперів корпоративного сектору, які могли б використовуватись в операціях по рефінансуванню.

З метою ефективного запровадження методів рефінансування комерційних банків під заставу цінних паперів потрібно розробити методичку оцінки кредитоспроможності емітентів боргових зобов'язань.

Проблемою в умовах функціонування трансформаційної економіки є суттєве обмеження можливості впливу політики облікової ставки центрального банку на економічні процеси. Варто зазначити, що з 2008 року ЄЦБ також зіткнувся із проблемою забезпечення цінової стабільності на офіційно оголошеному рівні, на даний час проголошена ЦБ інфляційна цільна рівні 2% піддалася коригуванню в на 01.01.2010 року становить 2,25%, при цьому фахівці ЄЦБ проводять ряд заходів по роз'ясненню своєї позиції та монетарних дій, говорячи про те, що зростання світових цін на первинні ресурси призводить до обмеженої ефективності його монетарних акцій з точки зору контролю за інфляцією. Також слід відзначити, що процентні ставки ЄЦБ залишались реальними щодо інфляції, тоді як НБУ – ні. Так, при від'ємному значенні облікової ставки в Україні в 1992-1994 рр., вона не формує на ринку ціну кредитних ресурсів. Так, при рівні інфляції в 2010 р. в 9,1 % мають місце від'ємні реальні відсоткові ставки, яка станом на 01.01.2011 р. становила 7,75 %. Така ситуація нівелює стимули до заощаджень, заохочує надкредитування, та породжує високий рівень доларизації економіки України: показник доларизації грошової маси станом на 01.01. 2011 року - 29,36%, доларизація депозитів є на рівня 55%, а кредитів – на рівня 48%. Тому в сучасних умовах облікова ставка Національного банку має більшою мірою декларативний, аніж регулятивний характер у зв'язку з незначними обсягами кредитування центральним банком комерційних банків. Тому основним напрямом вдосконалення політики облікової ставки, як монетарного інструменту, і наближення її європейських стандартів, слід вважати розширення можливостей комерційних банків отримувати кредити у Національному банку.

При цьому важливо пам'ятати, що адекватна реакція ринку на зміну процентних ставок центральним банком можлива лише за умов існування належного конкурентного середовища на ринку банківських послуг, коли належний стан ліквідності комерційних банків і доступ до централізованих кредитних ресурсів дозволяє вести ефективну конкурентну боротьбу за клієнта ціновими методами.

Аналізуючи вплив тенденцій фондового ринку на ефективність монетарної політики НБУ варто зазначити, що в аспекті перспектив удосконалення

вітчизняного трансмісійного механізму грошово-кредитної політики позитивною є тенденція відновлення у 2008 р. (після 5-річного періоду відсутності) участі Національного банку на ринку державних цінних паперів. У 2009 р. через фондовий канал (операції з ОВДП) було випущено 44,7 млрд. грн. (чистої емісії). З одного боку, це свідчить про появу в Національного банку важливого інструмента для активізації монетарних операцій на відкритому ринку та передумов для підвищення ролі процентного інструментарію. Проте, з іншого боку, поява ОВДП в портфелі цінних паперів Національного банку пов'язана із необхідністю виконання окремих норм законів України та фінансування окремих антикризових заходів (капіталізації банків та ін.), що свідчить про проблему фіскального домінування. Дохідність за ОВДП, що знаходяться у власності Національного банку, значно нижча ринкової (9,5 % проти 22-24 % максимальної дохідності ОВДП на первинному ринку в окремі періоди 2009 р.), що перешкоджає належному їх використанню як інструментів регулювання грошово-кредитного ринку, зокрема в операціях РЕПО через їх непривабливість на ринку. В цілому проблема фіскального домінування в кризовий період стала серйозною перешкодою ефективності дії монетарного трансмісійного механізму в Україні, створюючи навіс надлишкової ліквідності в банківській системі та суттєві ризики для цінової та курсової стабільності гривні в майбутньому.

Важливим вектором трансформації монетарного механізму в контексті євро інтеграційних процесів є удосконалення використання такого інструменту грошово-кредитного регулювання як операції на відкритому ринку. Як правило, основним об'єктом операцій центральних банків на відкритому ринку в європейських країнах виступають боргові зобов'язання держави, на даний час операції на відкритому ринку по суті визнані як основний інструмент грошово-кредитного регулювання, який використовує ЄЦБ. Активне застосування операцій на відкритому ринку зумовлене рядом переваг даного інструменту грошово-кредитного регулювання (зокрема, належної контрольованості, позаяк обсяги здійснюваних операцій залежать від величини портфеля цінних паперів у центробанку або ж наміченої величини щодо збільшення резервів комерційних банків, а також достатнього рівня гнучкості, оскільки в разі припущення помилки у прогнозі ситуації на грошовому

ринку, її можна порівняно легко виправити, вдавшись до контрактивних дій). Важливість же даного інструменту для ЄЦБ визначається передусім необхідністю забезпечення активного коригування процентних ставок грошового ринку євро, а також регулювання ліквідності банківських установ у країнах ЄС, що може досить оперативно позначитися на обсягах кредитування і грошової маси, а відтак і рівневі інфляції в країнах «зони євро».

Доведена міжнародною практикою ефективність такого монетарного інструменту як операцій на відкритому ринку підтверджують доцільність їх активного використання в Україні. Проте, на сьогодні операції на відкритому ринку не набули широкого використання як ефективний інструмент монетарної політики. Незважаючи на те, що статтями 25 і 29 Закону України «Про Національний банк України» дані операції віднесено до числа основних засобів монетарної політики НБУ, їх практична реалізація на сьогодні не є ефективною.

Підсумовуючи вищесказане, можна стверджувати, що дієвість монетарного механізму в Україні ще не перебуває на рівні, адекватному вимогам європейської економіки, та ролі і місця у ній центрального банку, що вказує на необхідність подальшого вдосконалення розглянутих вище монетарних інструментів з урахуванням досвіду методологічних розробок у даній сфері ЄЦБ.

Ще одним напрямом гармонізації монетарних інститутів України та ЄС є адаптація вітчизняного банківського законодавства до чинного законодавства ЄС та утвердження принципу незалежності НБУ. В статті 21 «Про статут ЄСЦБ та ЄЦБ» чітко зазначено, що «...будь - які види кредитування з боку ЄЦБ чи національних центральних банків на користь інституцій, центральних, регіональних, місцевих органів влади або інших структур, що керуються нормами публічного права, Європейської спільноти, а також пряма купівля від них боргових паперів є забороненою» [261]. Вважаємо, що варто черговий раз наголосити, що ситуація з прямим кредитуванням державного сектора економіки, покриттям бюджетного дефіциту, єдиним джерелом якого був НБУ в 1992-1993 роках, не повинна повторитись в Україні не за яких обставин. Безумовно, незалежність центрального банку не може бути абсолютною, адже монетарна політика, яку визначає

центральний банк, є складовою загальної економічної політики держави. Хоча на даний час, незалежність НБУ відстоюється у непростому процесі взаємовідносин із Верховною Радою, Президентом та Кабінетом Міністрів України, в ході якого НБУ мусить знову і знову доводити спроможність приймати професійні рішення, що відповідають завданням підтримання стабільної грошової одиниці не залежно від впливу політичних сил.

Євроінтеграційні прагнення України вимагають розробки монетарної стратегії, як основи ефективної грошово-кредитної політики. В 2002 році в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2002 рік було проголошено дотримання інфляційного орієнтира як основного в монетарній політиці: «Національний банк поступово створюватиме умови, необхідні для переходу в перспективі до визначення інфляції пріоритетним цільовим орієнтиром грошово-кредитної політики, тобто до прямого таргетування інфляції...»[135, с. 8]. Основними положеннями середньострокової стратегії грошово-кредитної політики НБУ на 2010 рік було проголошено орієнтацію на необхідність поступового переходу до монетарного режиму, що ґрунтується на цінній стабільності, проте встановлення в Україні цільових показників інфляції повинно спиратись на низку макроекономічних, фінансових та інституційних умов, серед яких макроекономічна та фінансова збалансованість, перехід до режиму вільного плавання обмінного курсу, достатній розвиток ринку цінних паперів, трансмісійних механізмів, комунікації центрального банку із суб'єктами господарювання і населенням. Зрозуміло, що створення таких умов потребує часу [140].

Варто, в процесі дослідження механізму монетарного регулювання в контексті європейського вектору розвитку інтеграційних процесів в Україні, зупинитись і на проблемах банківської євро інтеграції. Переформатування українського банківського сектору вже відбулось в 2006 - 2007 роках, і не тільки під впливом приходу іноземного банківського капіталу, але й за рахунок активного виходу вітчизняних банків на міжнародні фінансові ринки. Завдяки цьому в Україні приріст банківських активів суттєво перевищив приріст грошової маси, тобто склався суттєвий розрив між цими показниками. Якщо у 2002 р. приріст грошової

маси на 8 % випереджав приріст банківських активів, то у 2007 р. – активи на 13,5% перевищили приріст грошової маси. Це свідчить про те, що монетарне забезпечення економічного зростання перестає залежати лише від внутрішньої емісії коштів.

За даними НБУ, в цілому протягом 2010 року частка іноземного капіталу в українській банківській системі збільшилася на 4,8 процентного пункту до 35,8%. Станом на 1 січня 2011 року із 176 банків, які діють в Україні, 55 фінустанов - з іноземним капіталом (на 1 січня 2010 року налічувалося 51 банк з іноземним капіталом з 182 працюючих), у тому числі 20 - зі 100% іноземним капіталом (на 1 січня 2010 року - 18 банків). Сукупний зареєстрований статутний капітал українських банків на 1 січня 2011 року склав 145,86 млрд. гривень (на 1 січня 2010 року - 119,2 млрд. гривень) [164].

Розвиток іноземних банків в Україні, пояснюється можливістю отримати більшу норму прибутку (через високий ризик самих інвестицій), аніж у «своїх» країнах. З огляду на євро інтеграційну орієнтацію економічної політики України втішним є те, що близько 65 % інвестицій в банківську сферу займають інвестиції з європейських країн, в тому числі 40% - з країн - членів ЄС.

У процесі євроінтеграції центральний банк країни вдосконалює власну організаційну структуру та принципи функціонування згідно з нормативами ЄСЦБ, а також готує банківський сектор до запровадження стандартів ЄС. На сучасному етапі розвитку євро інтеграційних процесів в Україні, НБУ повинен спрямувати свої дії на вирішення ряду завдань грошово-кредитної політики в контексті європейської інтеграції:

- юридично-правові (впорядкування відповідно до директив ЄС роботи вітчизняної фінансової системи в цілому, і банківської системи зокрема);
- підтримання макроекономічної стабілізації, низького рівня інфляції, стабільності курсу національної грошової одиниці, врівноваженого платіжного балансу;

- вирішення проблем, пов'язаних із забезпеченням мінімальних резервів та безпеки позикових операцій, моніторинг і контроль за операціями з цінними паперами, ліквідність банківського сектору;
- платіжні системи (правила та умови участі в роботі системи TARGET, безпека платіжних систем у контексті використання електронних платіжних інструментів і розвитку систем використання електронних грошей);
- фінансова та банківська статистика (удосконалити методологію складання грошової та банківської статистики згідно з міжнародними стандартами);
- підтримка подальшого розвитку фондового ринку;
- забезпечення здорової фінансової системи, оскільки слабка банківська система є перешкодою для здійснення ефективної монетарної політики, зниження кредитних та валютних ризиків для фінансово-кредитних установ, підвищення рівня довіри населення до банківської системи;
- співробітництво в галузі наукових досліджень (теоретична та фактична конвергенція української економіки внаслідок приєднання до ЄС, моделі прогнозування імпорту та експорту, технологічний прогрес і його вплив на банківський сектор);
- співробітництво з ЄЦБ у галузі вивчення впливу нормативно-правових актів на фінансовий стан кредитних установ.

Україна в рамках стратегічного курсу більшою мірою тяжіє до європейської інтеграції, однак при цьому потрібно усвідомлювати, що входження до єврозони позбавляє суверенітету в частині формування й управління власною національною грошовою системою. В даному випадку у компетенції місцевих центральних банків, що входять у єврозону, залишаються в основному наглядові і частково – нормативні функції. Зрозуміло, що в умовах відсутності стійких саморегулюючих ринкових механізмів, коли грошові важелі і грошова система країни поки що є одним із головних інструментів впливу держави на перебіг економічних процесів, навіть суто теоретично розглядати входження України до єврозони ще зарано.

Вважаємо, що для гармонізації вітчизняного механізму монетарного регулювання в умовах євроінтеграційного розвитку економіки України, наближення

основних функціональності елементів механізму монетарного регулювання до вимог Європейсько-го центрального банку, необхідно насамперед синхронізувати вітчизняне банківське законодавство відповідно до європейських стандартів, в першу чергу це стосується регламентації діяльності НБУ, хоча нами позитивно оцінюються зміни в Законі України «Про Національний банк України», згідно яких при виконанні своєї основної функції - забезпечення стабільності грошової одиниці - Національний банк має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі, однак, слід констатувати, що наразі НБУ не демонструє кроків з практичної імплементації нового мандату, що зберігає актуальність подальших інституційних реформ, зокрема в аспекті стосунків з урядом по параметрах визначення цільової інфляції на наступний рік.

На нашу думку, забезпечення ефективного функціонування вітчизняної грошово-кредитної системи, відповідно до стандартів ЄС, можливе лише за умови проведення дієвої та виваженої монетарної, бюджетної, інвестиційної політики у руслі єдиної економічної політики держави. Досягнення макроекономічної стабілізації потребує насамперед чіткого визначення стратегічної мети та проведення глибинних реформ у реальному та фіскальному секторах економіки України.

Висновки до третього розділу

У розділі висвітлено ряд проблем пов'язаних із інноватизацією вітчизняного механізму монетарного регулювання та його впливу на ефективність функціонування вітчизняної економіки, розглянуто практичні та теоретичні аспекти переходу економіки України до режиму інфляційного таргетування.

1. Доведено, що в Україні потрібно реалізувати всі передумови запровадження інфляційного таргетування, як основного монетарного режиму. Сформульовані основні необхідні умови як переходу до інфляційного таргетування, так і ефективного використання його механізму.

2. Визначено, що однією з умов успішності запровадження режиму таргетування інфляції є удосконалення та підвищення дієвості механізму монетарної трансмісії, в даному контексті потрібно посилити роль процентної політики НБУ та процентного каналу передавального механізму монетарної політики.

3. Підтверджено, що для успішного функціонування монетарного режиму інфляційного таргетування, потрібно: підвищити ефективність операцій монетарної політики та відповідно збільшити в емісійній політиці НБУ частки операцій рефінансування і операцій із цінними паперами на відкритому ринку; запровадити практику середньострокового прогнозування (три роки) цільових орієнтирів грошово-кредитної політики; реалізувати високий рівень прозорості та підзвітності центрального банку; внести відповідні зміни в законодавство.

4. Доведено, що для гармонізації вітчизняного механізму монетарного регулювання в умовах розвитку сучасних інтеграційних процесів потрібно удосконалити фінансову систему, посилити узгодження монетарної політики з бюджетною, інвестиційною, ціновою політикою уряду, пом'якшити валютний контроль з боку НБУ, запровадити плаваючий валютний курс де-факто.

5. Запропоновано основні напрямки вдосконалення організаційної структури НБУ та напрями проведення інституціональних реформ Національним банком України згідно з нормативами ЄСЦБ, зокрема: узгодження параметрів визначення цінової стабільності та процедури відповідальності за її недотримання; формування системи моніторингу інфляції, яка повинна чітко розмежовувати монетарні та немонетарні впливи; зміна мандату НБУ, посилення підзвітності та ефективної системи комунікацій із суспільством; оприлюднення протоколів засідання і рішень Ради та Правління НБУ; удосконалення прогнозно-аналітичної системи в НБУ з метою підвищення ефективності монетарної політики.

6. Доведено, що євроінтеграційні прагнення України вимагають розробки монетарної стратегії, яка б передбачала перехід до розширення діапазону курсових коливань, імплементації політики цінової стабільності, як основи ефективної

грошово-кредитної політики, а також підготовки банківського сектору до запровадження стандартів ЄС.

ВИСНОВКИ

В даній курсовій роботі було здійснено теоретичне узагальнення та обґрунтування положень щодо основних закономірностей еволюції та функціонування системи економічних, соціальних та культурних прав людини. Розглянуто та проаналізовано Розроблено підходи до обґрунтування напрямів трансформації механізму монетарного регулювання економіки України в контексті євроінтеграційних процесів, визначено практичні та методичні рекомендації щодо формування ефективного механізму монетарного регулювання в Україні, зокрема шляхом обґрунтування підходів до визначення оптимального монетарного режиму – інфляційного таргетування. Проведене дослідження та одержані науково-теоретичні й практичні результати дають змогу зробити такі теоретико-методологічні, аналітичні та практичні висновки.

1. На основі аналізу провідних макроекономічних концепцій та теорій, доведено, що в результаті еволюційного розвитку неокласичних монетарних теорій акценти змістились в напрямку пошуку оптимальних інституціональних механізмів забезпечення довіри до центральних банків та гнучкості їх реакцій на макроекономічні змінні.

2. Розроблено теоретичні підходи до визначення механізму монетарного регулювання на основі яких сформульовано визначення категорії «механізм монетарного регулювання» як способу та функціональної сукупності теоретичних

домінант обґрунтування монетарного режиму, системи монетарних трансмісійних процесів та організаційно-економічних заходів, що формують умови і порядок регулювання монетарних процесів центральним банком з метою досягнення цінової та макроекономічної стабільності, як провідних монетарних факторів зростання економіки.

3. Проведено теоретичний аналіз монетарних режимів, розкрито їх теоретико-концептуальну сутність. Підтверджено, що ефективне використання таргетуємих монетарних режимів передбачає незалежність та транспарентність діяльності центрального банку, наявність комплексної система комунікацій центрального банку з усіма макроекономічними агентами, визначення чіткі зрозумілих для широкого кола громадськості орієнтирів в проведенні монетарної політики. Визначено основні критерії вибору оптимального монетарного режиму: рівень розвитку фінансового ринку, ступінь незалежності центрального банку в реалізації монетарної політики, поріг довіри до монетарної влади з боку економічних агентів, рівень інфляційних очікувань, ступінь відкритості економіки та можливості її протистояння впливам глобальної ліквідності.

4. Доведено, що використання монетарної стратегії, яка поєднувала таргетування двох величин: валютного курсу та інфляції центральними банками країн з транзитивною економікою було економічно виправданим за даних макроекономічних умов. Підтверджено, що на ранніх перехідних етапах монетарної політики в трансформаційних економіках валютний курс може слугувати проміжною ціллю при монетарному режимі таргетування інфляції.

5. Проаналізовано закономірності запровадження монетарних режимів в країнах з транзитивною економікою, доведено, що запровадження саме режиму інфляційного таргетування, орієнтація на раціональні очікування при побудові операційного каркасу монетарної політики, використання плаваючих курсів, дає можливість досягти низьких рівнів інфляції, сталих темпів економічного зростання, підняти довіру суспільства до економічної та монетарної влади.

6. Обґрунтовано необхідність зміни монетарного режиму в Україні, що забезпечить подальше реформування монетарної політики та наблизить її до

стандартів реалізації монетарної політики ЄС, стабілізує інфляційні очікування й гарантуватиме реалізацію політики стабільності цін.

7.3 огляду на сучасний розвиток української економіки, вважаємо, що першими кроками на шляху до запровадження режиму інфляційного таргетування є підготовка технічних передумов; збільшення в емісійній політиці НБУ частки операцій рефінансування і операцій із цінними паперами на відкритому ринку; запровадження практики середньострокового прогнозування (три роки) цільових орієнтирів грошово-кредитної політики; реалізація високого рівня прозорості та підзвітності центрального банку; узгодження параметрів визначення цінової стабільності та процедури відповідальності за її недотримання; вдосконалення нормативно-законодавчої бази.

8. Визначено, за допомогою побудови імпульсної функції, що істотний вплив на інфляцію в Україні спричиняє початковий інфляційний імпульс. Другим за величиною впливу є імпульс грошової маси, вплив якого на рівень цін починається на другий-третій місяць від початкового шоку. Дисперсія показника інфляції протягом трьох початкових періодів на 98 - 96% визначається власними значеннями, що свідчить про те, що інфляційні очікування є самодостатнім фактором цінової нестабільності та підтверджує доцільність запровадження в Україні режиму інфляційного таргетування.

9. Запропоновано основні напрямки гармонізації вітчизняного механізму монетарного регулювання з огляду на євроінтеграційний вектор розвитку економіки України. Одним із напрямків удосконалення механізму монетарного регулювання України в контексті євроінтеграції є формування та забезпечення відповідно до європейських стандартів механізму ринку цінних паперів у реалізації монетарної політики та створення передумов для ефективнішого використання процентного каналу в структурі механізму монетарної трансмісії.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Адамик Б. П. Національний банк і грошово-кредитна політика: навч. посіб. / Б. П. Адамик. – Тернопіль : Карт-бланш, 2002. – 278 с.
2. Аналітична економія: Макроекономіка і мікроекономіка : навч. посіб. В 2-х кн. / за ред. С. Панчишина і П. Островерха. – [4-те вид., випр. і доп.]– К.: Знання, 2006. – 1160 с.
3. Андрійчук В. Взаємодія економік як фактор монетарної політики / В. Андрійчук, В. Домрачев // Вісник НБУ. – 2002. – № 11. – С. 23–26.
4. Бакун О. Пряме таргетування інфляції: досвід Чехії / О. Бакун // Вісник НБУ. – 2003. – № 3. – С. 60–61.
5. Безчасний Л. К. Формування інноваційної моделі економічного зростання в Україні / Л. К. Безчасний, В. П. Мельник // Актуальні проблеми економіки. – 2002. – № 7. – С. 7–15.
6. Белінська Я. В. Вплив валютного курсу на прискорення економічного зростання / Я. В. Белінська // Науковий вісник Волинського державного університету імені Лесі Українки. – 2003. – № 9. – С. 92–95.
7. Береславська О. Інтервенції на валютних ринках як інструмент курсової та грошово-кредитної політик / О. Береславська // Вісник НБУ. – 2005. – № 10. – С. 36–40.
8. Береславська О. Кризові чинники девальвації гривні / О. Береславська // Вісник НБУ. – 1998. – № 10. - С. 4–6.
9. Беляєв О. О. Політична економія: Навч. посібник. / Беляєв О. О., Бебело А. С. – К.: КНЕУ, 2001. – 328 с.
10. Блауг М. Экономическая мысль в ретроспективе / М. Блауг ; пер. с англ. – 4-е изд. – М. : Дело Лтд, 1994. – 720 с.
11. Болгарін І. В. Деякі методологічні аспекти побудови та використання моделі механізму монетарної трансмісії / І. В. Болгарін, Л. Махадева, Г. Штерн // Вісник НБУ. – 2000. – № 6. – С. 4–6.

12. Борщ Л.М. Аналіз тенденцій грошово-кредитної та курсової політики і її вплив на інвестиційний процес // Економічне зростання в Україні: стан та чинники забезпечення : зб. наук. пр. / Л. М. Борщ, М. О. Скоромнюк, Р. М. Арзуманов [та ін.]. – К. : Логос, 2003. – С. 228–236.
13. Большой экономический словарь / под ред. А.Н. Азрилияна. – М. : Институт новой экономики, 1997. – 864 с.
14. Брагинский С. В. Монетаризм как экономическая доктрина / С. В. Брагинский // Деньги и кредит. – 1993. – № 1. – С. 29–33.
15. Бураковський І. Економічне зростання: чинники та перспективи / І. Бураковський, В. Мовчан // Економічний часопис. – 2002. – № 10. – С. 35–37.
16. Бурда М. Макроекономіка: Європейський контекст / М. Бурда, Ч. Виплош ; [пер. з англ.]. – К. : Основи, 1998. – 682 с.
17. Бюлетень Національного банку України–2007. – № 1 / (166). – 192 с.
18. Бюлетень Національного банку України–2008. – № 6 / (183). – 178 с.
19. Владичин У.В. Роль кредитування в економічному зростанні України / У. В. Владичин // Фінанси України. – 2004. – № 1. – С. 96–102.
20. Вожжов А.П. Фінансові методи забезпечення економічного зростання / А. П. Вожжов, Р. О. Новикова // Фінанси України. – 2001. – № 3. – С. 74–83.
21. Вожняк П. Досвід подолання інфляції у Польщі: 1990–2004 [Електронний ресурс] / П. Вожняк. – Режим доступу:
<http://www.case-ukraine.kiev.ua>
22. Габбард Г. Гроші, фінансова система та економіка / Г. Габбард, Р. Глен ; пер. з англ. – К. : КНЕУ, 2004. – 889 с.
23. Гайгер Л. Т. Макроэкономическая теория и переходная экономика / Л. Т. Гайгер; пер. с англ. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 560 с.
24. Гальчинський А. Макроекономічні та монетарні передумови політики зростання / А. Гальчинський // Вісник НБУ. – 2004. – № 8. – С. 6–8.
25. Гальчинський А. Монетарна складова стратегії економічного розвитку / А. Гальчинський // Економіка України. – 2002. – № 7. – С. 4–9.

26. Гальчинський А. Стабільність гривні та проблема її забезпечення / А. Гальчинський // Економіка України. – 2004. – № 2. – С. 4–11.
27. Гальчинський А. Становлення інвестиційної моделі економічного зростання України / А. Гальчинський, С. Львовчкін // Економіка України. – 2004. – № 6. – С. 4–11.
28. Гальчинський А.С. Теорія грошей: навч. посіб. / А. С. Гальчинський. – К. : Основи. – 1996. – 413 с.
29. Геєць В. М. Економічне зростання в 2000-2002 рр. та складові політики розвитку в довгостроковому відношенні / В. М. Геєць // Економіка і прогнозування. – 2002. – № 1. – С. 11–23.
30. Гриценко А.А. Особливості інституційної архітектури українського суспільства XXI століття / А.А. Гриценко // Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку: Монографія / За ред. В.М. Гейця – К.: Основи, 2003. – 245 с.
31. Гриценко А. А. Институциональная архитектура и динамика экономических преобразований: монография / За ред. А. А. Гриценко. – Х.: Форт, 2008. – 928 с.
32. Гриценко А. Гроші та грошово-кредитна політика: навч. посіб. / А. Гриценко. – К. : Основи, 1996. – 180 с.
33. Гриценко А. Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики. Необхідність і передумови формування монетарної стратегії як форми комунікації центральних банків / А. Гриценко, Т. Кричевська // Вісник НБУ. – 2005. – № 11. – С. 8–17.
34. Гриценко А. Монетарна стратегія : шлях до ефективної грошово-кредитної політики. Стаття 2: Архітектура монетарних стратегій і зарубіжний досвід їх формування та застосування / А. Гриценко, Т. Кричевська // Вісник НБУ. – 2006 – № 2. – С. 8–17.
35. Гребеник Н. І. Особливості інструментів монетарної політики Національного банку України / Н. І. Гребеник // Вісник НБУ. – 2002. – № 6. – С. 2 – 4.
36. Гребеник Н. Основні віхи у формуванні та проведенні грошово-кредитної (монетарної) політики в Україні. Стаття 1: Становлення монетарної політики в

- незалежній Україні / Н. Гребеник // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 5. – С. 12–19.
37. Гроші і кредит : підруч. / М. І. Савлук, А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна та ін. – К. : Либідь. – 1992. – 331 с.
38. Гроші та кредит : підруч. / М. І. Савлук, А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна та ін.; за заг. ред. М. І. Савлука – К. : КНЕУ, 2001. – 602 с.
39. Гроші та кредит : підруч. / за ред. проф. Б. С. Івасіва. – К.: КНЕУ, 1999. – 404 с.
40. Грошово-кредитна політика в Україні / за ред. В. І. Міщенко. – К. : «Знання», КОО, 2000. – 305 с.
41. Горська О.В. Структурні зрушення у ВВП України у період 1990-2000 років / О. В. Горська // Фінанси України. – 2003. – № 2. – С. 112–118.
42. Данилишин Б. Науково-інноваційне забезпечення сталого економічного розвитку України / Б. Данилишин, В. Чижова // Економіка України. – 2004. – № 3. – С. 4–11.
43. Дзюблюк О. «Банкір уряду» повинен бути незалежним / О. Дзюблюк // Вісник НБУ. – 1997. – № 2. – С. 42–45.
44. Дзюблюк О. Грошова система України : глобалізаційні фактори впливу / О. Дзюблюк // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 7. – С. 14–19.
45. Дзюблюк О. В. Оптимізація передавального механізму грошово-кредитної політики Центрального банку / О. В. Дзюблюк // Вісник НБУ. – 2003. – № 1. – С. 32–37.
46. Джеффри Д. Сакс. Макроэкономика. Глобальный поход / Сакс Д. Джеффри, Б. Ларрен Фелипс. – М. : Дело. – 847 с.
47. Дмитриченко Л. М. История экономических учений : учебное пособие. / Л. М. Дмитриченко. – Донецк, «КИТИС», ДонГУ, 1999. – 452 с.
48. Доллан Э. Д. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика / Э. Д. Доллан и др. ; пер. с англ. В. Лукашевича. – Санкт-Петербург, Литера плюс, 1994. – 448 с.
49. Домрачев В. М. Моделі формування монетарної політики: монограф. / В. М. Домрачев. – К. : Вид-во Європ. ун-ту, 2004. – 235 с.

50. Дорнбуш Р. Макроекономіка / Р. Дорнбуш, С. Фішер ; пер. з англ. В. Мусієнко та В. Овсієнко. – К. : Основи, 1998. – 814 с.
51. Дэвйтсон П. Посткейнсианская теория денег и проблема инфляции / П. Дэвйтсон // Современная мысль / под ред. С. Вайнтрауба. – М. : Прогресс, 1981. – 430 с.
52. Економічна енциклопедія : у 3 т. / відпов. ред.: С. В. Мочерний. Т 1. – К.: Видавничий центр «Академія», 2000. – 864 с.
53. Економічні проблеми ХХІ століття: Міжнародний та український виміри / за ред. С. І. Юрія. – К.: Знання, 2007. – 595 с.
54. Економічний розвиток і державна політика: навч. посібник / Ю. Бажал, О. Кілієвич, О. Мертенс та ін. ; за заг. ред. Ю. Єханурова, І. Розпутенка. – К. : Вид-во УАДУ, 2001. – 480 с.
55. Економічна теорія. Політекономія : підруч. - [7-ме вид., стер.]. - / за ред. В. Д. Базилевича. – К.: Знання - Прес, 2008. – 719 с.
56. Ершов М. О финансовых механизмах экономического роста / М. О. Ершов // Вопросы экономики. – 2002. – № 12. – С. 4–16.
57. Экономическая теория национальной экономики и мирового хозяйства (политическая экономия) : учебник / под ред. проф. А.Г. Грязевой, проф. Т.В. Чечелевой. – М. : Банки и биржи, ЮНИТИ, 1998. – 326 с.
58. Закон України «Про банки і банківську діяльність». – офіц. вид. - // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – 2001. - № 1. – С. 3–47.
59. Закон України «Про Національний банк України» // Урядовий кур'єр. – 2010. – № 141.
60. Зварич І. Модель впливу валютного курсу на економічне зростання / І. Зварич // Економіст. – 2005. – № 9. – С. 34–36.
61. Злупко С. М. Історія економічної теорії: підруч. / С. М. Злупко. – 2-ге вид., випр. і доп. – К. : Знання, 2005. – 719 с.
62. Злупко С. М. Перехідна економіка: Сучасна Україна : навч. посіб. / С. М. Злупко. – К.: Знання, 2006 – 324 с.

63. Історія економічних учень: підруч. / Л. Я. Корнійчук, Н. О. Татаренко, А. М. Поручник та ін.; за ред. Л. Я. Корнійчук, Н. О. Татаренко. – К. : КНЕУ, 1999. – 564 с.
64. Иванченко И. С. Исследование российского трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики / И. С. Иванченко // Финансы и кредит. – 2006. – № 14 (218). – С. 2 – 11.
65. Иларионов А. Природа российской инфляции / А. Иларионов // Вопросы экономики. – 1995 – №3. – С. 10–11.
66. Кемпбелл Р. Макконнелл, Аналітична економія: принципи, проблеми і політика. Ч. 1 : Макроекономіка / Макконнелл Р. Кемпбелл, Брю Л. Стенлі ; [пер. з англ.]. – Львів: «Просвіта», 1997. – 672 с.
67. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс ; пер. с англ. И. М. Милейковского. – М. : Прогресс, 1978. – 494 с.
68. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. М. Кейнс. – М. : Гелиос АРВ, 1999. – 352 с.
69. Кіреєв О. Світова практика застосування цінних паперів у реалізації грошово-кредитної політики центральних банків / О. Кіреєв, В. Крилова // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 3. – С. 20–27.
70. Классики кейнсианства : в 2 т. / Р. Харрод // К теории экономической динамики. Т. 1 : Экономические циклы и национальный доход. Ч. 1–2 / Э. Хансен . – М. : ОАО «Издательство «Экономика», 1997. – 416 с.
71. Клебанова Т.С. Анализ экономического роста : учеб. пособ. / Т. С. Клебанова, Н. А. Дубровина, К. А. Стрижиченко. – Харьков : Изд. ХГЭУ, 2002. – 224 с.
72. Коваленко В. В. Центральний банк і грошово-кредитна політика: навч. посіб. / В. В. Коваленко. – К. : Знання України, 2006. – 332 с.
73. Ковальчук В.М. Історія економіки та економічної думки : навч. посіб. / В. М. Ковальчук, М. В. Лазарович. – К.: Знання, 2008. – 647 с.
74. Козюк В.В. Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури : монографія / В. В. Козюк. – Тернопіль : Астон, 2005. – 512 с.

- 75.Козюк В. В. Незалежність центральних банків: монограф. / В. В. Козюк. – Тернопіль : Карт-бланш, 2003. – 244 с.
- 76.Козюк В.В. Сучасні центральні банки: середовище функціонування та монетарні рішення. / В. В. Козюк. – Тернопіль : Астон, 2001. – 300 с.
- 77.Козюк В. В. Трансформація центральних банків в умовах глобалізації: макроекономічні та інституційні проблеми: монограф. / В. В. Козюк. – Тернопіль : Вид-во Астон, 2005. – 320 с.
- 78.Козюк В. Центральні банки в системі міжнародної координації макроекономічної політики: аспекти глобалізації / В. Козюк // Банківська справа. – 2005. – № 6. – С. 32 – 42.
- 79.Колодко Г. Глобалізація і перспективи розвитку постсоціалістичних країн / Г. Колодко. – К.: Основні цінності, 2002. – 248 с.
- 80.Компанієць С. Таргетування інфляції: питання політики та реалізації / С. Компанієць // Вісник Національного банку України. – 2005. – № 1. – С. 26–31.
- 81.Конурбаева Б. М. Анализ факторов инфляции с использованием векторных авторегрессионных моделей (VAR-моделей) / Б. М. Конурбаева // Экономическое обозрение: НРБК. – 2006. – № 4. – С. 6 - 24.
- 82.Костіна Н. І. Гроші та грошова політика: навч. посіб. / Н. І. Костіна. – К. : НІОС, 2001. – 224 с.
- 83.Кравець В. М. Західноєвропейський банківський становлення і сучасність / В. М. Кравець, О. В. Кравець ; за ред. В.І. Міщенко. – К. : Знання-Прес, 2003. – 470 с.
- 84.Крючкова І. Структурні чинники економічного зростання в Україні / І. Крючкова // Вісник НБУ. – 2002. – № 2. – С. 5–7.
- 85.Крючкова І. Фактори економічного зростання 2001 року в Україні і подальші перспективи розвитку / І. Крючкова // Економіка і прогнозування. – 2002. – № 1. – С. 24–29.
- 86.Кузьменко В. П. Вертикальна інтеграція як фактор економічного зростання країн пострадянського простору / В. П. Кузьменко // Стратегічна панорама. – 2002. – № 4. – С. 88–98.

- 87.Кульман А. Экономические механизмы. / Кульман А. – М.: Прогресс, 1993. – 543 с.
- 88.Курс переходной экономики: учеб. для вузов / под. ред. Л. И. Абалкина. – М. : Финстатинформ, 1997. – 640 с.
- 89.Курс экономической теории: Общие основы экономической теории, микроэкономика, макроэкономика, переходная экономика: учеб. пособ. / под ред. А. В. Сидоровича. – М. : Изд-во «ДИС», 1997. – 736 с.
- 90.Лагутін В. Д. Гроші та грошовий обіг: Навч. посіб. - 5. вид., стер. /В. Д. Лагутін. - К. : Знання, 2003. - 200 с.
- 91.Лагутін В.Д. Монетарна політика в трансформаційній економіці: довіра, стратегія, механізми. / В. Д. Лагутін. – К.: КНТЕУ, 2004. – 346 с.
- 92.Лагутін В. Монетарна і фіскальна політика у стратегії економічного зростання / В. Лагутін // Фінанси України. – 2002. – № 8. – С. 11–18.
- 93.Лепушинський В. Дія каналів монетарної трансмісії в економіці України / В. Лепушинський // Вісник НБУ. – 2006. – № 2. – С. 28–32.
- 94.Литвицький В. Економічне зростання в Україні 2002 року: перспективи і загрози / В. Литвицький // Банківська справа. – 2002. – № 4. – С. 3–13.
- 95.Лукінов І. До питання про концепцію і модель сучасного економічного розвитку України / І. Лукінов // Економіка України. – 2001. – № 6. – С. 4–9.
- 96.Лук'яненко І.Г. Сучасні економетричні методи у фінансах. / І. Г. Лук'яненко, Ю. О. Городніченко. – К.: Літера ЛТД, 2002. – 352 с.
- 97.Лютий І. О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки : монограф. / І. О. Лютий. – К. : Атіка, 1999. – 240 с.
- 98.Лютий І. О. Грошово-кредитна політика як фактор макроекономічної стабілізації / І. О. Лютий // Вісник КНУ ім. Т.Г. Шевченка. Серія: Економіка. Випуск 46. –К. : 2000. – С. 21–23.
- 99.Лютий І. О. Проблеми монетарної політики в Україні / І. О. Лютий // Фінанси України. – 1999. – № 2. – С. 82–88.

100. Львовчкін С. В. Макрофінансова стабілізація в Україні у контексті економічного зростання: монограф. / С. В. Львовчкін. – К. : Наша культура і наука, 2003. – 432 с.
101. Магера Н. Економічне зростання - довгострокова українська реальність? / Н. Магера, В. Юрчишин // Економічний часопис. – 2003. – № 5. – С. 17–21.
102. Макаренко М. І. Гроші та ціни в кількісній теорії. / М. І. Макаренко. – Суми: ВВП „Мрія-1" ЛТД, Ініціатива, 2001. – 64 с.
103. Макаренко И. П. Макроэкономика: модели и цифры (на примере экономики Украины) / И. П. Макаренко. – К.: Институт эволюционной экономики, 2002. – 142 с.
104. Макконелл К. Р. Экономика: Принципы, проблемы и политика : в 2 т. / К. Р. Макконелл, С. Л. Брю ; [пер. с англ. 11-го изд.]. – М. : Республика, 1992. – 800 с.
105. Макроекономіка: навч. посіб. / П. Ю. Буряк, В. О. Стефанидин, Л. Л. Цимбал, У.Д. Балагурак та ін. – Львів : ІНТЕРЕКО, 2001. – 448 с.
106. Макроэкономика: учеб. / [В. М. Гальперин и др.] ; общ. ред. Л. С. Тарасевича. – СПб. : Изд-во СПбУЭФ, 1997. – 719 с.
107. Манків. Макроекономіка / Манків, Н. Грегори ; [пер. з англ. ; науковий редакційний переклад С. Панчишина]. – К. : Основи, 2000. – 588 с.
108. Маркс К. , Энгельс Ф. Сочинения / Маркс К. , Энгельс Ф. – Т.13 - М: ДИС, 1987. – 453 с.
109. Мельник О. М. Інфляція: теорія і практика регулювання / О. М. Мельник. – К. : Знання, КОО, 1999. – 291 с.
110. Міщенко В. І. Грошово-кредитна політика в Україні: тенденції та перспективи / В. І. Міщенко, Н. І. Гребеник // Фінанси України. – 2000. – № 3. – С. 11–18.
111. Міщенко В. І. Методологічні та методичні проблеми запровадження таргетування інфляції / В. І. Міщенко // Вісник НБУ. – 2006. – № 5. – С. 40–45.
112. Міщенко В. Монетарний трансмісійний механізм в Україні. Стаття 3. Напрями вдосконалення трансмісійного механізму грошово-кредитної політики на основі зарубіжного досвіду / В. Міщенко, А. Самик, С. Шульга // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 12. – С. 24–29.

113. Міщенко В. І. Центральні банки: організаційно-правові засади / В. І. Міщенко, В. Л. Кротюк. – К. : Т-во «Знання», КОО. – 2004. – 372 с.
114. Мишкін. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Мишкін, С. Фредерік ; [пер. з англ. С. Панчишин, Г. Стеблій, А. Стасишин.]. – К. : Основи, 1998. – 963 с.
115. Моисеев С. Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика: учеб. пособ. / С. Р. Моисеев. – М. : Экономистъ, 2005. – 652 с.
116. Моисеев С. Инфляционное таргетирование: международный опыт и российские перспективы / С. Моисеев // Вопросы экономики. – 2000. – № 9. – С. 88–105.
117. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін: монографія / за ред. В. С. Стельмаха. – К., Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с.
118. Монетарний трансмісійний механізм в Україні: Науково-аналітичні матеріали. Вип. 9 / [В. І. Міщенко, О. І. Петрик, А. В. Сомик, Р. С. Лисенко та ін.] – К.: Національний банк України. Центр наукових досліджень, 2008. – 144 с.
119. Моринець С. Я. Міжнародні валютно-фінансові відносини : підруч. / С. Я. Моринець. – [5-те вид. перероб. і доп.] – К.: Центр навчальної літератури, 2006. – 582 с.
120. Мочерний С. В. Політекономія : підруч. / С. В. Мочерний, Л. С. Ларіна – [3-тє вид., перероб. і доп.]. – К.: Знання, 2006. – 390 с.
121. Мэнкью Н. Г. Принципы экономики / Н. Г. Мэнкью ; [пер. с англ.]. – СПб. : Питер Ком, 1999. – 784 с.
122. Науменкова С. В. Основні тенденції розміщення грошової маси та їх вплив на формування грошово-кредитної політики / С. В. Науменкова // Вісник НБУ. – 2006. – № 1. – С. 19–26.
123. Національний банк України: основні функції, грошово-кредитна політика, регулювання банківської діяльності: навч. посіб. / О. С. Любунь, Б. П. Адамик, І. В. Іванець; за редакцією О. С. Любуна. – [2-ге вид., перероб. і доп.]. – К. : Університет економіки та права «Крок», 2005. – 512 с.

124. Національні заощадження та економічне зростання / за ред. д.е.н. Б. Є. Кваснюка.– К. : «МП Леся», 2000. – 304 с. – (Ін-т екон. прогнозування).
125. Немецкий Федеральный банк: Денежно-политические задачи и инструменты // Спец. издание Немецкого Федерального банка. – 1993. – 178 с.
126. Нікіфоров П. Монетарна політика в системі економічної політики держави: теоретичні підходи та прикладні аспекти / П. Нікіфоров // Економіка України. – 2001. – № 10. – С. 25–30.
127. Нуреев Р. Теории развития: кейнсианские модели становления рыночной экономики / Р. Нуреев // Вопросы экономики. – 2000. – № 4. – С. 137–156.
128. Общая теория денег и кредита : учеб. / под ред. Е. Ф. Жукова. – М : Банки и биржи, ЮНИТИ, 1995. – 304 с.
129. Ойкен Вальтер Основне принципи экономической политики / О. Вальтер [пер. с нем. Козлова В.А.] - М.: Группа «Прогресс», 1995. – 342 с.
130. Онишко С. Оцінка якості зростання економіки України / О. Онишко // Проблеми науки. – 2003. – № 5. – С. 5–10.
131. Осауленко О. Державна структурна політика та забезпечення економічного зростання : монограф. / О. Осауленко. – К. Вікторія, 2001. – 92 с.
132. Основи економічної теорії: Макроекономіка. Мікроекономіка / за ред. А. К. Покритана, М. Г. Збарського. – Одеса : Блиц-інформ, 1999. – 496 с.
133. Основи економічної теорії : підруч. / А.А. Чухно, П.С. Єщенко, Г.М. Климко та ін.; за ред. А.А. Чухно. – К.: Вища школа, 2001. – 606 с.
134. Основні показники економічного та соціального стану України // Бюлетень Національного банку України. – 2006. – № 5. – С. 52–53.
135. Основні засади грошово-кредитної політики на 2002 рік. [Електронний ресурс]/ НБУ. Рішення від 12.09.2001, № 10. – Режим доступу:
http://www.bank.gov.ua/Rada_Nbu/OsnovZasad-2002.pdf
136. Основні засади грошово-кредитної політики на 2004 рік. [Електронний ресурс] - НБУ. Рішення від 17.09.2003, № 21. – Режим доступу:
http://www.bank.gov.ua/Rada_Nbu/OsnovZasad-2004.pdf

137. Основні засади грошово-кредитної політики на 2005 рік. [Електронний ресурс] - НБУ. Рішення від 10.09.2004, № 17. – Режим доступу:
http://www.bank.gov.ua/Rada_Nbu/OsnovZasad-2005.pdf
138. Основні засади грошово-кредитної політики на 2006 рік. [Електронний ресурс] - НБУ. Рішення від 09.09.2005, № 19. – Режим доступу:
http://www.bank.gov.ua/Rada_Nbu/OsnovZasad-2006.pdf
139. Основні засади грошово-кредитної політики на 2007 рік. [Електронний ресурс] - НБУ. Рішення від 01.01.2007, № 20. Режим доступу до докум. :
http://www.bank.gov.ua/Rada_NBU/OsnovZasad-2007.pdf
140. Основні засади грошово-кредитної політики на 2010 рік. [Електронний ресурс] - НБУ. Рішення від 10.09.2009, № 22. Режим доступу до докум. :
http://www.bank.gov.ua/Rada_NBU/OsnovZasad-2010.pdf
141. Панчишин С. М. Макроекономічний аналіз товарної форми виробництва: монографія / С. М. Панчишин. – Львів.: Видавн. центр Львівського національного університету ім. І. Франка, 2004. – 452 с.
142. Патрінац Л. Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків / Л. Патрінац, М. Бойчук // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 12. – С. 16–20.
143. Патрінац Л. Інтеграція України в європейський та світовий фінансовий простір / Л. Патрінац, С. Ліпінська // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 7. – С. 26–29.
144. Перепьолкіна О. О. Аналіз впливу монетарної політики НБУ на функціонування банківської системи України в контексті економічного зростання: Формування ринкових відносин в Україні / О.О. Перепьолкіна // Науково-дослідний економічний інститут Міністерства економіки України : зб. наук. праць. Вип. 7 (50). – К. : 2005. – С. 8–12.
145. Перепьолкіна О. О. Економічне зростання в умовах перехідної економіки / О. О. Перепьолкіна // Фінанси України. – 2005. – № 5. – С. 110–121.
146. Перепьолкіна О. О. Механізм застосування інструментів монетарної політики для досягнення економічного зростання / О. О. Перепьолкіна // Науковий вісник

- НЛТУУ : зб. наук.-техн. праць. Вип. 15.4. – Львів : НЛТУУ. – 2005. – С. 270–282.
147. Петрик О. Інфляція в Україні : проблеми, ризики, перспективи / О. Петрик // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 3. – С. 2–8.
148. Петрик О. Історія монетарного розвитку в Україні / О. Петрик // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 1. – С. 2–9.
149. Петрик О. І. Монетарна політика України в умовах припливу капіталу / О. І. Петрик // Стратегія монетарної політики: проблеми вибору та застосування : матеріали науково-практичної конференції. – К.: НБУ, Ін-т економічного прогнозування НАНУ, 2002. – С. 233–239.
150. Петрик О. І. Структурна модель трансмісійного механізму монетарної політики в Україні / О. І. Петрик, С. А. Ніколайчук // Вісник НБУ. – 2006. – № 3. – С. 12–20.
151. Петрик О. І. Цілі та основні режими сучасної монетарної політики / О. І. Петрик // Вісник НБУ. – 2006. – № 6. – С. 6–13.
152. Петрик О.І. Зовнішня позиція України та монетарна політика / О.І. Петрик, Є.В.Степанюк // Актуальні проблеми міжнародних відносин. Вип. 72, ч. 2. – К. : Київський національний університет ім. Т. Шевченка, ІМВ, 2008. – С.74–81.
153. Петрик О.І. Шлях до цінової стабільності: світовий досвід та перспективи для України : монографія / О.І. Петрик. – К. : НАН України, Інститут економіки та прогнозування; Університет банківської справи НБУ, 2008. – 372 с.
154. Политическая экономия : учеб. для вузов. / [В. А. Медведев, Л. И. Абалкин, О. И. Ожерельев и др.]. – М. : Политиздат, 1988. – 732 с.
155. Політична економія : Навч. посібник / К. Т. Кривенко, В. С. Савчук, О. О. Беляєв та ін.; за ред. К. Т. Кривенка. – К.: КНЕУ, 2008. – 512 с.
156. Поляков В. П. Структура и функции центральных банков. Зарубежный опыт : учеб. пособ. / В. П. Поляков, Л. А. Москвина. – М. : ИНФРА-М, 1996. – 192 с.

157. Радіонова І. Ф. Макроекономіка та економічна політика : підручник / І. Ф. Радіонова. - К. : "Таксон", 1996. - 240с.
158. Радчишина Т. О. Генезис функцій центрального банку як вузлового елемента монетарного механізму в умовах ринкової економіки / Т. О. Радчишина // Економіка: проблеми теорії та практики: Збірник наукових праць. Випуск 182: В 3 - х т. Том 1. – Дніпропетровськ: ДНУ, 2003. – С. 189-196.
159. Радчишина Т. О. Монетарна політика та стабілізаційні процеси в постсоціалістичних економіках / Т. О. Радчишина // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – 2004. – Вип. 2. – С. 16 – 24.
160. Річний звіт Національного банку України. 2002 [Електронний ресурс]. - Режим доступу до докум. :
http://www.bank.gov.ua/Publication/an_rep/A_report_2002.pdf
161. Річний звіт Національного банку України–2005 [Електронний ресурс] - Режим доступу до докум. :
http://www.bank.gov.ua/Publication/of-vydan/Annual%20Reports/A_report-2005.pdf.
162. Річний звіт Національного банку України – 2007 [Електронний ресурс] - Режим доступу до докум. :
http://www.bank.gov.ua/Publication/of-vydan/Annual%20Reports/A_report-2007.pdf.
163. Річний звіт Національного банку України – 2008 [Електронний ресурс] - Режим доступу до докум. :
http://www.bank.gov.ua/Publication/an_rep/A_report_2008.pdf
164. Річний звіт Національного банку України – 2010 [Електронний ресурс] - Режим доступу до докум. :
http://www.bank.gov.ua/Publication/an_rep/A_report_2010.pdf
165. Романишин В.О. Центральний банк і грошово-кредитна політика : навч. посіб. / В. О. Романишин, Ю. М. Уманців. – К. : Атака, 2005. – 480 с.
166. Рябініна Л. До проблем розвитку теорії сучасних грошей / Л. Рябініна // Вісник Національного банку України. – 2008. – № 7. – С. 19–24.

167. Рябошлик В. Двосекторна макромонетарна модель зростання / В. Рябошлик // Економіст. 2000. – № 6. – С. 70–73.
168. Сакс Дж. Д. Макроэкономика: Глобальный подход / Дж. Д. Сакс, Ф. Б. Ларрен ; [пер. с англ.]. – М. : Дело, 1996. – 848 с.
169. Самюелсон Поль А. Макроекономіка / А. Поль Самюелсон, Д. Вільям Нордгауз; [пер. з англ.]. – К. : «Основи», 1995. – 544 с.
170. Сей Ж. Б. Трактат по политической экономии / Ж. Б. Сей. – М. : Дело, 2000. – 548 с.
171. Селигмен Б. Основне течения современной экономической мысли / Б. Селигмен. – М. : Прогресс, 1968. – 284 с.
172. Сліпченко Т. О. Вибір оптимального режиму монетарної політики України в контексті європейського досвіду / Т. О. Сліпченко // Вісник Тернопільського національного економічного університету. – 2008. – Вип. 2. – С.29 – 36.
173. Сліпченко Т. О. Механізм ринку цінних паперів у реалізації монетарної політики центральних банків країн ЄС: уроки для України / Т. О. Сліпченко // Вісник Тернопільського національного економічного університету. – 2008. – Вип. 5. – С. 178 – 186.
174. Сліпченко Т. О. Монетарні інструменти регулювання пропозиції та попиту на гроші в Україні / Т. О. Сліпченко // Українська наука: минуле, сучасне, майбутнє. – Вип. 10. – Тернопіль: Економічна думка, 2005. – С. 274 – 283.
175. Сліпченко Т. О. Досвід використання монетарних інструментів для макроекономічної стабілізації в пострадянських країнах / Т. О. Сліпченко // Матеріали II Міжнародної науково-практичної конференції «Динаміка наукових досліджень '2003». Том 20: Економіка. – Дніпропетровськ: Наука і освіта, 2003. – С. 29–31.
176. Сліпченко Т. О. Структурні та функціональні особливості монетарного механізму в країнах ЄС і перспективи розвитку інтеграційних зв'язків з Україною / Т. О. Сліпченко // Актуальні проблеми економіки. – 2009. – № 1 (91). – С. 176 – 183.

177. Сліпченко Т. О. Теоретичний аналіз монетарних режимів та критерії його вибору для України / Т. О. Сліпченко // Науковий вісник Національного лісотехнічного університету України: збірник науково – технічних праць. Вип. 20.10. – Львів: РВВ НЛТУ України, 2010.– С. 232 - 238.
178. Сліпченко Т. О. Аналіз монетарного інструментарію ЄЦБ з позицій фінансової глобалізації / Т. О. Сліпченко // Матеріали Міжнародної науково-практичної конференції [«Міжнародний бізнес та менеджмент: проблеми та перспективи в умовах глобалізації»], (Тернопіль, 22 – 24 жовтня 2008 р.). – Тернопіль: Економічна думка, 2008. – С. 153 – 156.
179. Сліпченко Т. О. Напрямки гармонізації вітчизняного монетарного механізму в світлі сучасних інтеграційних процесів / Т. О. Сліпченко // Вісник Тернопільського національного економічного університету. – 2009. – Вип. 5 – С. 273 – 281.
180. Сліпченко Т. О. Структурні та функціональні особливості монетарного механізму в країнах ЄС і перспективи розвитку інтеграційних зв'язків з Україною / Т. О. Сліпченко // Актуальні проблеми економіки. – К. – 2009. – № 1 (91). – С. 176 – 183.
181. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов : книги I-III / А. Смит. – М. : Наука, 1993. – 572 с.
182. Смит В. Происхождение центральных банков / В. Смит. – Тверь: Мысль, 1993. – 288 с.
183. Смовженко Т. Гроші з позиції сучасної економічної теорії / Т. Смовженко, Г. Стеблій // Вісник Національного банку України. – 2006. – №5. – С. 28–31.
184. Стельмах В.С. Огляд монетарної політики в Україні за 1991-2001 рр. / В. С. Стельмах // Вісник НБУ. – 2002. – № 7. – С. 2–8.
185. Стельмах В. С. Монетарна політика як один із ключових факторів економічного зростання / В. С. Стельмах // Вісник НБУ. – 2002. – № 1. – С. 2–9.
186. Стельмах В. С. Грошово-кредитна політика в Україні / В. С. Стельмах, А. О. Єпіфанов, Н. І. Гребеник, В. І. Міщенко; за ред. В. І. Міщенка. – К . : Т-во «Знання», КОО, 2000. – 305 с.

187. Стельмах В.С. Монетарна політика як один із ключових факторів економічного зростання / В.С. Стельмах // Вісник НБУ. – 2002. – № 1. – С. 2–9.
188. Сухий Р. Реалізація принципу незалежності центральних банків європейських держав. Керівні органи центральних банків / Р. Сухий // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 10. – С. 18–22.
189. Терещенко О. Регуляторні можливості центрального банку в оздоровленні фінансів реального сектору економіки / О. Терещенко // Вісник Національного банку України – 2004. – № 1. – С. 9–12.
190. Тиркало Р. І. Передавальний механізм монетарної політики та його значення для ефективної діяльності НБУ / Р. І. Тиркало, Б. П. Адамик // Вісник НБУ. – 1999. – № 7. – С. 6–11.
191. Туган-Барановський М.І. Політична економія. Курс популярний. / Туган-Барановський М. І. – К.: Наукова думка. – 1994. – 286 с.
192. Унковська Т. Взаємозв'язок процентних ставок у контексті монетарної трансмісії та оптимізації політики рефінансування / Т. Унковська // Вісник НБУ. – № 4. – 2005. – С. 35–38.
193. Унковська Т. Є. Трансмісійний механізм монетарної політики в контексті економічного зростання / Т. Є. Унковська // Економіка і прогнозування. – 2004. – № 2. – С. 89–100.
194. Усов В. В. Деньги. Денежное обращение. Инфляция : учеб. пособ. для вузов./ В. В. Усов. – М. : Банки и биржи, ЮНИТИ, 1999. – 544 с.
195. Усоскин В. М. Современный коммерческий банк: управление и операции / В. М. Усоскин. – М. : «Все для вас», 1993. – 320 с.
196. Фишер С. Экономика / С. Фишер, Р. Дорнбуш, Р. Шмалензи ; [пер. с англ. со 2-го изд.]. – М. : Дело, 1999. – 864 с.
197. Фишер И. Покупательная сила денег. Ее определение и соотношение к кредиту, проценту и кризисам / Фишер И. – М:Фин. Изд.. НКФ СССР, 1926. – 365 с.
198. Фридмэн М. Если бы деньги заговорили... / М. Фридмэн ; пер. с англ. – М : Дело, 1999. – 160 с.

199. Фридмэн М. Количественная теория денег / М. Фридмэн ; пер. с англ. – М. : Эльф-Пресс, 1996. – 131 с.
200. Фридмэн М. Количественная теория денег. / М. Фридмэн. – М. : Эльф-Пресс, 1996. – 131 с.
201. Хайек Ф. Частные деньги / Ф. Хайек; [пер. с англ.]. – Тверь: Институт национальной модели экономики, 1996. – 180 с.
202. Хансен Э. Экономические циклы и национальный доход : в 2 т. / Э. Хансен // Класики кейнсианства. Т. 2. – М. : Экономика, 1997. – 231 с.
203. Харазішвілі Ю. Перспективи економічного зростання в 2003-2004 роках: реальність і можливості / Ю. Харазішвілі, О. Заріцький, В. Завозник // Банківська справа. – 2003. – № 5. – С. 59–68.
204. Хикс Дж. Теория экономической истории / Дж. Хикс ; [пер. с англ. Б. М. Болотина ; под. ред., вступ. ст. Р. М. Муреева]. – М. : НП журнал „Вопросы экономики”, 2003. – 224 с.
205. Хоггарт Г. Введение в денежно-кредитную политику / Г. Хоггарт ; [пер. с англ.]. – Лондон : Центр по изучению деятельности центральных банков, 1996. – 32 с.
206. Центральний банк та грошово-кредитна політика: підруч. / А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна, М. І. Савлук та ін.; за ред. А. М. Мороза і М. Ф. Пуховкіної. – К. : КНЕУ, 2005. – 556 с.
207. Шаров О. Таргетування інфляції: світовий досвід та українські перспективи / О. Шаров // Вісник НБУ. - 2003. – № 7. – С. 15–19.
208. Шаров О. Центральний банк у XXI сторіччі : виклики та рішення / О. Шаров // Вісник Національного банку України. – 2008. – № 7. – С. 28–31.
209. Шевчук В. Платіжний баланс і макроекономічна рівновага у трансформаційних економіках: досвід України: монографія / В. Шевчук –Л.: Каменяр, 2001.– 495 с.
210. Шевчук В. О. Платіжний баланс, економічне зростання і стабілізаційна політика: монографія / В. О. Шевчук. – Львів: Кальварія, 2008. – 734 с.
211. Шумпетер И. Теория экономического развития. / И. Шумпетер. – М.: Прогресе, 1982. – 544 с.

212. Юм Д. Малые произведения. / Юм Д.– М.: КАНОН, 1996. – 365 с.
213. Юхименко П. І. Історія економічних вчень: підруч. [2-ге вид. перероб. і доп.] / П. І. Юхименко, П. М. Леоненко. – К., 2006. – 1157 с.
214. Юхименко П. І. Монетаризм: теорія і практика: монограф. / П. І. Юхименко. – К. : Кондор, 2006 – 312 с.
215. Юхименко П. І. Монетарна політика і структурні реформи в економіці України / П. І. Юхименко // Банківська справа. – 2004. – № 1. – С. 58–68.
216. Alesina A. Central Bank Independence and macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence / Alesina A., Summers L. // Journal of Money, Credit and Banking. – 1993. – Vol. 25, № 2. – P. 151–162.
217. Amato J.D. Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons After a Decade / Amato J.D., Gerlach S. // European Economic Review. – 2002. – № 46 (4–5). – P. 781–90.
218. Ammer J. Inflation Targeting in the 1990 s / Ammer J., Freeman R. // Journal of Economik and Business. – 1995. –№ 47. – P.171 – 187.
219. Balcerowicz L. 800 Dni: Szok kontrolowany / Balcerowicz L. – Warszawa: BGW, 1992.– 138 s.
220. Batini N. Inflation or Price Level Targeting? / Batini Nicoletta and Tony Yates / Bank of England Working Papers. – London : Bank of England, 1999. – 65 p.
221. Batini N. Does inflation targeting work in emerging markets? / Batini N., Kuttner K., Laxton D. // World Economic Outlook, 2005. – Chapter IV. – P 35 - 46.
222. Berk J. M. Monetary Transmission: What Do We Know and How Can We Use It / J. M. Berk // DNB Staff Reports. – 1997. – № 15. – 14 p.
223. Bernanke B. Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries / Bernanke B., Mishkin F. S. – Cambridge : MIT Press, 1992. – (NBER Working papers, № 4082).

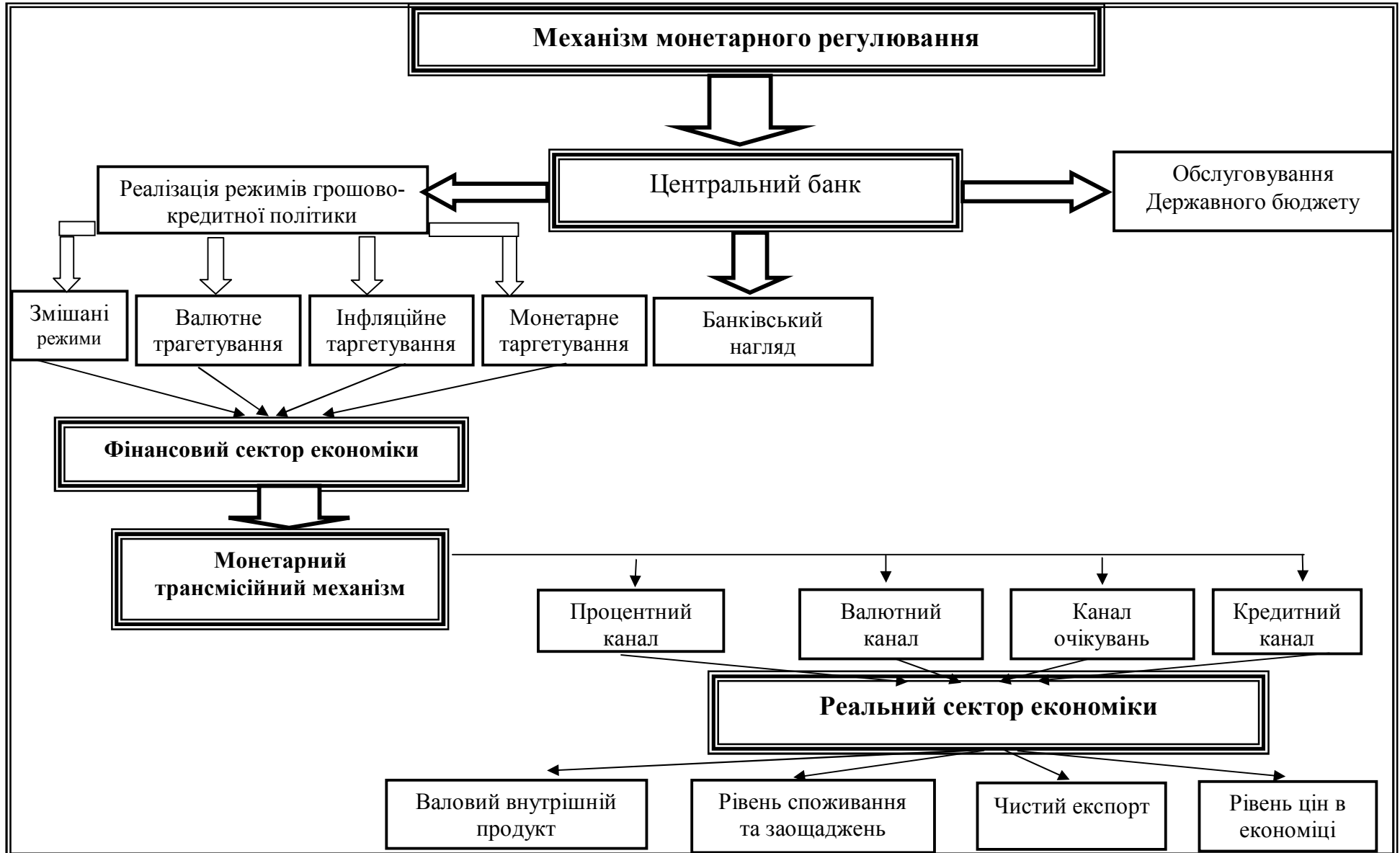
224. Bernanke B. Inflation targeting: A New Framework for Monetary policy? / Bernanke B., Mishkin F. S. // *Journal of Economic Perspectives* 11. – 1997. – № 2. – P. 97–116.
225. Inflation Targeting: Lessons from the International Experience / [Bernanke B., Laubach T., Mishkin F., Posen A.]. – Princeton, NJ : Princeton University Press, 1999.
226. Calvo G. Capital-Market Crises and Economics Collapse in Emerging Markets: An Informational – Frictional Approach / Calvo G., Mendoza E. // *American Economic Review: Papers and Proceedings*. – 2000. – No. 6 . – P. 54 – 72.
227. Carare Alina. Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting / Carare Alina and others. – Washington, D.C. : IMF, 2002. – (IMF Working Papers, № 02/102).
228. CNB Czech National bank. The setting of the inflation target for 2002–2005 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://www.cnb.cz/en/c_dms.php.
229. Coats W. Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of the Czech Republic / Coats W. – Prague : The Czech National Bank, 2000. – 95 p. (The Czech National Bank Working Papers, № 35).
230. Cukierman A. Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence / A. Cukierman. – Massachusetts: MIT Press, Cambridge, 1992. – 215 p.
231. Cukierman A. Measuring The Independence of central Banks and Its Effect on Policy Outcomes / A. Cukierman, S.Webb and B. Neyapti // *The World Bank Economic Review*. – 1992. – № 6. – P. 353–398.
232. Egert B. Foreign Exchange Interventions and Interest Rate Policy in the Czech Republic: Hand in Glove? / B. Egert., L. Komárek // CNB working paper series. – 2005. – № 7. – P. 32 – 43.
233. Eichengreen Barry Transition Strategies and Nominal Anchors on the Road to Greater Exchange-Rate Flexibility / [Eichengreen Barry and others]. – Princeton, New Jersey : International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, 1999. – P. 25 – 33. (Essays in International Finance, Vol. 213).

234. Estrella A. Is there a role for monetary aggregates in the conduct of monetary policy / Estrella A., Mishkin F. // *Journal of Monetary Economics*. – 1997. – №40/2. – P. 279 – 304.
235. Friedman B. A price target for U.S. monetary policy? Lessons from the experience with money growth targets / B. Friedman, K. Kuttner // *Brooking Papers on Economic Activity*. – 1996. – № 1. – P 77–125.
236. Friedman B. M. Another look at the evidence on money-income causality / B. M. Friedman, K. N. Kuttner // *Journal of Econometrics* 44. – 1993. – P. 189–203.
237. Friedman M. The relative stability of monetary velocity and the investment multiplier in the United States, 1897–1958, in: *Stabilization Policies*, Commission on Money and Credit / M. Friedman, D. Meiselman. Washington, 1963. – P. 165–268.
238. Friedman B. M. The Future of Monetary Policy: the Central Bank as an Army With Only a Signal Corps? / B. Friedman // *International Finance*. – November. – 1999. – V.2. Issue 3.– p. 21-25.
239. Giannini G. Money, Trust and Central Banking / Giannini G. // *Journal of Economics and Business*. – 1995. – №47. – P. 223-226.
240. Goodhart C. *Alternative Monetary Standarts* / Goodhart C. ; *The Central Bank and the Financial System*. – Cambridge MA : Mit Press, 1995. – 145 p. (Chapter 5).
241. Goodhart C. What weight should be given to asset prices in the measurement of inflation? / Goodhart C. // *Economic Journal*. – 2001.– № 111 (472). – P. 335–356.
242. Holub Tomas. *Foreign Exchange Intervention Under Inflation Targeting: The Czech Experience* / Holub Tomas. – Prague, 2004. – 97 p. (Czech National Bank Internal Research and Policy Note).
243. Hoffman J. *Problems of inflation measurement in Germany* / Hoffman J. – Frankfurt am Maine : Economic Research Group of the Deutsche Bundesbank, 1998. – P. 26 – 34(Discussion Papers, № 1/98).

244. Hurlin C. A Theoretical and Empirical Assessment of the Bank Lending. Channel and Loan Market Disequilibrium in Poland : [e-resource] / C. Hurlin, R. Kierzenkowski. – 2002. – № 22. – Access by reference:
<http://www.nbp.pl>.
245. Issing O. Monetary Policy in a Changing Economic Environment [e-resource] / Issing O. – Frankfurt am Maine : ECB, 2002. – Access by reference :
www.ecb.int/press/key/date/2002/html/sp020830.en.html.
246. Issing O. Inflation targeting: a view from the ECB / Issing O. // Inflation targeting: prospects and problems : Symposium, (16–17 October, 2003): papers set. – St. Louis, 2003. – P. 63 – 72.
247. Issing O. New Technologies in Payments – A Challenge to Monetary Policy // European Central Bank: Press Division. – 2000. – p.33-39.
248. Kolodko G.W. Transformacja Polskiej Gospodarki. Sukces czy Porazka?/ Kolodko G.W. – Warszawa: BGW, 1992. – 200 s.
249. Leijonhufvud A. Constitutional Constraints on the Monetary Powers of Government / Constitutional Economics / Leijonhufvud A.; Ed. by McKenzie R.B. – Lexington, Mass: Lexington Books. – 1996 – 95 p.
250. Masson P. Monetary and Exchange Rate Policy of Transition Economies of Central and Eastern Europe after the Launch of EMU / P. Masson. – Washington, D.C. : IMF, 1998. – 32 p.
251. Mishkin F. International experiences with different monetary policy regimes / F. Mishkin // NBER Working paper. – 1999. – № 6965. – P. 12 – 14.
252. Monetary Policy in Transition in East and West: Strategies, Instruments and Transmission Mechanism. – Vienna, 1996. – 218 p.
253. Nord R. Central and Eastern Europe and the New Financial Architecture / Nord R.// Finance and Development. – 2000. – Vol. 37. – № 3. – P. 14 – 21.
254. Pryzbylska – Kapuscinska W. Strategia bezposredniego celu inflacyjnego w nowych krajach czlonkowskich Unii Europejskiej / Pryzbylska – Kapuscinska W.// Bankowosc centralna od A do Z, Narodowy Bank Polski, 2007. – 102 s.

255. Rogoff K. Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes / Rogoff K. and others. – Washington : IMF, 2004. – 134 p.
256. Rogoff K. Globalization and Global Desinflation / Rogoff K. // Monetary Policy and Uncertainty: Adopting to a Changing Economy. Federal Bank of Kansas City Conf.: Jackson Hole. Wyoming. – 2003. – P. 77 – 112.
257. Siliverstovs B. Modeling Inflation Dynamics in Transition Economies / Siliverstovs B. and Bilan O. // Eastern European Economics. – 2005. – Vol. 43. – № 6. – P. 66–81.
258. Simons H. C. Rules versus authorities in monetary policy / Simons H. C. // Journal of Political Economy. – 1936. – № 44. – P.1-30.
259. The Act of Bank of Slovenia / Official Gazette of RS No. 58/02 [e-resource] // Access by reference:
www.bsi.si/en/laws-and-regulations.asp?MapaId=69
260. The Monetary Policy of the ECB 2004. – Frankfurt am Main : European Central Bank, 2004. – 126 p.
261. The European Central Bank. [e-resource] // Access by reference:
www.ecb.int/ecb/html/index.en.html
262. Tomasz Łyziak. Monetary transmission mechanism in Poland. The trenght and delays / Łyziak Tomasz // Materialy i Studia. – December, 2002. – No 26. – 126 p.
263. Tomasz Łyziak. Diyalnst Narodowy Bank Polska. [e-resource] // Access by reference
www.nbp.pl/publikacje/o_euro/re.pdf
264. Taylor J. A Historical Analysis of Monetary Policy Rules / Taylor J. // Monetary Policy Rules. – Chicago and London: The University of Chicago Press, 1999. – P. 319-347.
265. Taylor J. B. The monetary transmission mechanism: An empirical framework / J. Taylor // Journal of Economic Perspectives. –1995. – № 9. – p. 11-26.
266. Von Hagen J. Money Growth Targeting: Seminar Paper № 643./ Von Hagen J. – Stockholm University: Institute for International Economic Studies, 2007. – P. 17-24.
267. Wagner H. Central Banking in Transition Countries / Wagner H. // IMF Working Paper, 1998. – №126. – 49 p.

Структура механізму монетарного регулювання



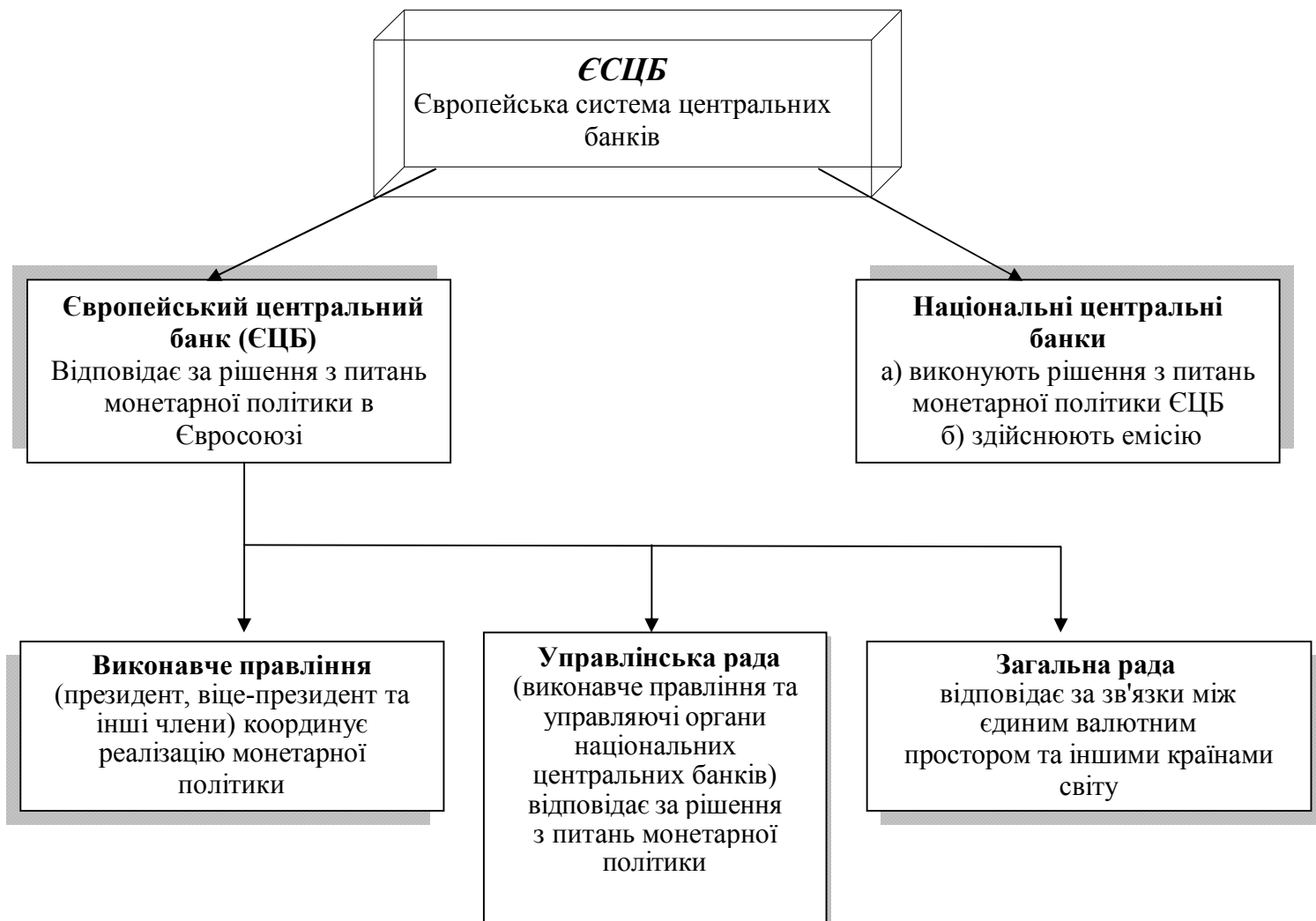
Трансмісійний механізм монетарної політики з точки зору різних економічних теорій

	Класична та неокласична теорії		Кейнсіанська теорія		Сучасні теорії	
	Прямий механізм	Опосередкований механізм	Концепція вартості кредиту	Концепція кредитних можливостей	Пост-кейнсіанство	Монетаризм
Кінцеві цілі економічної політики	Рівень цін	Рівень цін	Рівень цін та реальний продукт	Рівень цін та реальний продукт	Рівень цін та реальний продукт	Короткостроково – рівень цін та реальний продукт Довгостроково – лише рівень цін
Об'єкти монетарної політики	Грошова маса	Грошова маса	Грошова маса	Банківська ліквідність	Грошова база чи вільні резерви	Грошова база
Трансмісійні змінні (канали)	Грошова маса	Ставка процента	Кредитна ставка процента	Об'єм кредиту	Ставки процента чи дохідність реального капіталу	Грошова маса
Індикатори	Грошова маса	Грошова маса	Кредитна ставка процента	Об'єм кредиту	Ставки процента чи вартість реального капіталу	Грошова маса
Оцінка ефективності монетарної політики	Ефективна без обмежень	Ефективна без обмежень	Обмежена відповідно еластичності процента	Ефективна в залежності від об'єму кредиту	Обмежена відповідно еластичності процента	Ефективна без обмежень

**Особливості реалізації основних підходів до грошово-кредитного
регулювання в умовах перехідного періоду**

Етапи перехідного періоду	Стратегічні цілі регулювання	Підходи до організації регулятивного процесу	Тактичні цілі регулювання	Вплив на грошово- кредитні відносини
Перший етап (лібералізація)	Стимування інфляції	Жорсткий, монетаристський	Обмеження приросту грошової маси	Обмеження доступу економічних агентів до кредитних ресурсів
Другий етап (інституційні і структурні зміни)	Стимулювання економічного росту	Гнучкий, кейнсіанський	Підтримання стабільності процентних ставок і стимулювання інвестицій	Розширення кредитних можливостей комерційних банків

Організаційна структура Європейської системи центральних банків (ЄСЦБ)



Вихідні дані та специфікація моделі векторної авторегресії¹

Показники	ВВП, млн. грн	ІСЦ, до поп. місяця	М0, млн. грн.	М3, млн. грн.	Кредити, % річних	Облікова ставка НБУ, % річн.	Ном. курс грн/долар США
умовні позначення	у	р	m0	m3	ік	іо	е
M1 1996	5060.00	103.4	2575.00	6594	110.50	105.00	1.83
M2 1996	5140.00	102.9	2799.00	6891	110.90	98.00	1.88
M3 1996	6488.00	102.9	2779.00	7184	102.50	90.00	1.89
M4 1996	5062.00	101.5	3077.00	7331	91.20	80.00	1.87
M5 1996	5730.00	100.8	3190.00	7484	85.70	70.00	1.84
M6 1996	7075.00	100.4	3324.00	7672	73.40	50.00	1.82
M7 1996	5155.00	100.6	3617.00	7987	66.20	40.00	1.78
M8 1996	6740.00	100.4	3190.00	7672	63.60	40.00	1.76
M9 1996	10615.00	101.0	3330.00	7759	63.20	40.00	1.76
M10 1996	4810.00	100.1	3471.00	7999	63.70	40.00	1.77
M11 1996	7529.00	101.2	3499.00	8187	66.30	40.00	1.86
M12 1996	12115.00	100.9	4041.00	9364	61.40	40.00	1.88
M1 1997	5920.00	102.2	4087.00	9359	63.60	35.00	1.89
M2 1997	6107.00	101.2	4143.00	9335	62.60	35.00	1.84
M3 1997	6701.00	100.1	4376.00	9795	53.20	25.00	1.84
M4 1997	7493.00	100.8	4763.00	10215	52.40	25.00	1.85
M5 1997	6998.00	100.8	4847.00	10410	53.70	25.00	1.84
M6 1997	5994.00	100.1	5102.00	11102	50.30	21.00	1.86
M7 1997	8383.00	100.1	5549.00	11539	47.00	18.00	1.86
M8 1997	7503.00	100.0	6242.00	12380	42.20	16.00	1.86
M9 1997	10190.00	101.2	6031.00	12355	41.60	16.00	1.86
M10 1997	6584.00	100.9	5865.00	11869	38.20	16.00	1.87
M11 1997	8205.00	100.9	5713.00	11669	42.00	17.00	1.88
M12 1997	13287.00	101.4	6132.00	12541	42.70	35.00	1.90
M1 1998	6544.00	101.3	5896.00	12074	43.80	35.00	1.91
M2 1998	6511.00	100.2	5825.00	12238	48.70	44.00	1.96
M3 1998	7816.00	100.2	6364.00	12960	48.90	41.00	2.03
M4 1998	7189.00	101.3	6354.00	12971	47.70	41.00	2.04
M5 1998	7640.00	100.0	6294.00	13305	47.10	45.00	2.05
M6 1998	8538.00	100.0	6390.00	13458	48.00	51.00	2.06
M7 1998	8262.00	99.1	6599.00	13880	53.00	82.00	2.10
M8 1998	8594.00	100.2	6384.00	13756	57.40	82.00	2.18
M9 1998	12052.00	103.8	6310.00	14325	63.80	82.00	2.79
M10 1998	7701.00	106.2	6510.00	14414	71.50	82.00	3.42
M11 1998	9905.00	103.0	6566.00	14845	63.70	82.00	3.43
M12 1998	11841.00	103.3	7158.00	15718	60.40	60.00	3.43
M1 1999	8017.00	101.5	6705.00	15185	55.30	60.00	3.43
M2 1999	7960.00	101.0	6747.00	15366	58.40	60.00	3.47
M3 1999	9003.00	101.0	6716.00	15923	68.00	60.00	3.77
M4 1999	9318.00	102.3	7348.00	16663	66.90	57.00	3.93
M5 1999	10043.00	102.4	7701.00	17496	54.50	45.00	3.92
M6 1999	9835.00	100.1	7915.00	18579	47.40	45.00	3.95
M7 1999	12173.00	99.0	8290.00	18816	46.50	45.00	4.00
M8 1999	11980.00	101.0	8587.00	19694	50.70	45.00	4.46
M9 1999	13480.00	101.4	9008.00	20468	50.90	45.00	4.46
M10 1999	11844.00	101.1	9496.00	20899	50.80	45.00	4.47
M11 1999	12851.00	102.9	9021.00	21042	54.70	45.00	4.63
M12 1999	10622.00	104.1	9583.00	22070	51.90	45.00	5.07

¹ www.bank.gov.ua

Продовження додатку Е

M1 2000	9934.00	104.6	8777.00	22048	56.20	45.00	5.38
M2 2000	10887.00	103.3	8962.00	22970	49.40	35.00	5.54
M3 2000	11488.00	102.0	9465.00	24211	42.50	32.00	5.47
M4 2000	12857.00	101.7	10631.00	25097	41.90	29.00	5.42
M5 2000	12705.00	102.1	10369.00	26032	39.80	29.00	5.40
M6 2000	12327.00	103.7	10783.00	27098	39.70	29.00	5.44
M7 2000	17243.00	99.9	11295.00	28127	39.00	29.00	5.44
M8 2000	16564.00	100.0	11861.00	29485	35.60	27.00	5.44
M9 2000	17431.00	102.6	11541.00	28975	39.70	27.00	5.44
M10 2000	15948.00	101.4	11088.00	28866	39.00	27.00	5.44
M11 2000	16662.00	100.4	11158.00	29395	38.30	27.00	5.44
M12 2000	16024.00	101.6	12799.00	32252	37.30	27.00	5.44
M1 2001	13616.00	101.5	11851.00	30974	37.40	27.00	5.43
M2 2001	13720.00	100.6	12199.00	31800	35.60	27.00	5.43
M3 2001	11865.00	100.6	12736.00	33188	33.80	25.00	5.42
M4 2001	19383.00	101.5	13610.00	34234	33.00	21.00	5.42
M5 2001	16104.00	100.4	13452.00	35314	31.70	21.00	5.41
M6 2001	10994.00	100.6	14487.00	37118	32.10	19.00	5.40
M7 2001	25543.00	98.3	14797.00	37545	31.10	19.00	5.37
M8 2001	21388.00	99.8	15527.00	38455	31.70	17.00	5.35
M9 2001	12068.00	100.4	16208.00	39863	30.60	15.00	5.34
M10 2001	25746.00	100.2	16685.00	40957	30.50	15.00	5.31
M11 2001	18121.00	100.5	17325.00	41727	30.20	15.00	5.29
M12 2001	15642.00	101.6	19465.00	45755	29.60	12.50	5.29
M1 2002	14128.00	101.0	18101.00	43841	29.70	12.50	5.31
M2 2002	13412.00	98.6	18666.00	45266	29.40	12.50	5.32
M3 2002	16159.00	99.3	19646.00	47599	27.60	11.50	5.32
M4 2002	14845.00	101.4	20980.00	48649	27.10	10.00	5.33
M5 2002	17080.00	99.7	20394.00	49095	26.10	10.00	5.33
M6 2002	17968.00	98.2	21441.00	51490	25.00	10.00	5.33
M7 2002	19226.00	98.5	22561.00	54224	24.90	8.00	5.33
M8 2002	23474.00	99.8	23568.00	56628	24.00	8.00	5.33
M9 2002	21381.00	100.2	23655.00	58076	23.50	8.00	5.33
M10 2002	16363.00	100.7	23713.00	59051	22.90	8.00	5.33
M11 2002	18623.00	100.7	24064.00	59943	22.40	8.00	5.33
M12 2002	28273.00	101.4	26434.00	64870	21.80	7.00	5.33
M1 2003	15021.00	101.500	24707.00	63200.00	18.60	7.00	5.33
M2 2003	15562.00	101.100	25503.00	65304.00	17.60	7.00	5.33
M3 2003	20623.00	101.100	26002.00	70114.00	18.00	7.00	5.33
M4 2003	16043.00	100.700	27650.00	72509.00	18.30	7.00	5.33
M5 2003	18509.00	100.000	27879.00	73977.00	17.90	7.00	5.33
M6 2003	25385.00	100.100	29375.00	79034.00	17.20	7.00	5.33
M7 2003	14499.00	99.900	30080.00	80786.00	18.20	7.00	5.33
M8 2003	25481.00	98.300	31072.00	83048.00	18.20	7.00	5.33
M9 2003	35199.00	100.600	30862.00	86495.00	17.20	7.00	5.33
M10 2003	15362.00	101.300	31549.00	86856.00	17.80	7.00	5.33
M11 2003	24654.00	101.900	31318.00	88295.00	17.80	7.00	5.33
M12 2003	36890.00	101.500	33119.00	95043.00	17.70	7.00	5.33
M1 2004	19099.00	101.400	31501.00	92643.00	18.90	7.00	5.33
M2 2004	19231.00	100.400	32672.00	96049.00	18.70	7.00	5.33
M3 2004	25785.00	100.400	33580.00	101151.00	18.11	7.00	5.33
M4 2004	22530.00	100.700	35835.00	105104.00	18.68	7.00	5.33
M5 2004	23225.00	100.700	35810.00	109435.00	17.87	7.00	5.33
M6 2004	32834.00	100.700	36890.00	113971.00	17.14	7.50	5.33
M7 2004	26416.00	100.000	39244.00	117130.00	17.45	7.50	5.33
M8 2004	33282.00	99.900	40563.00	121476.00	17.50	7.50	5.33
M9 2004	40306.00	101.300	42296.00	130277.00	17.26	7.50	5.33
M10 2004	23740.00	102.200	41297.00	126224.00	17.31	8.00	5.33
M11 2004	31341.00	101.600	40857.00	125251.00	17.82	9.00	5.33
M12 2004	47033.00	102.400	42345.00	125801.00	17.68	9.00	5.33

Продовження додатку Е

M1 2005	24278.00	101.700	40632.61	125725.96	18.28	9.00	5.33
M2 2005	25786.00	101.000	41778.96	130941.86	17.36	9.00	5.33
M3 2005	29292.00	101.600	43062.01	140107.39	17.37	9.00	5.33
M4 2005	30781.00	100.700	47630.60	146494.95	16.94	9.00	5.33
M5 2005	30464.00	100.600	47943.53	147896.13	16.40	9.00	5.33
M6 2005	32881.00	100.600	51304.09	156338.67	15.69	9.00	5.33
M7 2005	40452.00	100.300	53781.19	159138.60	15.63	9.00	5.33
M8 2005	38628.00	100.000	53820.38	164779.94	15.57	9.50	5.33
M9 2005	45022.00	100.400	55464.50	171011.15	15.81	9.50	5.33
M10 2005	30066.00	100.900	54910.71	174830.43	16.34	9.50	5.33
M11 2005	35513.00	101.200	55093.08	180061.41	16.39	9.50	5.33
M12 2005	55366.00	100.900	60231.44	194070.54	16.43	9.50	5.33
M1 2006	29844.00	101.200	56812.03	188844.40	16.14	9.50	5.05
M2 2006	30626.00	101.800	56968.30	191283.30	16.05	9.50	5.05
M3 2006	44953.00	99.700	58639.97	195303.97	15.95	9.50	5.05
M4 2006	23288.00	99.600	60985.92	201213.69	15.86	9.50	5.05
M5 2006	37876.00	100.500	61080.51	207369.53	15.63	9.50	5.05
M6 2006	62952.00	100.100	64298.41	214136.36	15.73	8.50	5.05
M7 2006	24176.00	100.900	66241.79	221535.80	15.33	8.50	5.05
M8 2006	47050.00	100.000	67370.21	226375.94	15.20	8.50	5.05
M9 2006	79208.00	102.000	68611.46	234770.06	15.08	8.50	5.05
M10 2006	20654.00	102.600	68368.94	238460.62	14.88	8.50	5.05
M11 2006	52312.00	101.800	68770.92	244096.87	14.87	8.50	5.05
M12 2006	91214.00	100.900	74983.64	261063.36	15.35	8.50	5.05
M1 2007	44108.00	100.500	70650.01	256226.12	14.79	8.50	5.05
M2 2007	43284.00	100.600	71767.77	261337.88	14.47	8.50	5.05
M3 2007	52052.00	100.200	74027.89	272463.59	14.49	8.50	5.05
M4 2007	41173.00	100.000	78125.02	282358.90	14.56	8.50	5.05
M5 2007	51892.00	100.600	78521.63	288184.70	14.17	8.50	5.05
M6 2007	73804.00	102.200	83961.93	303016.11	14.57	8.00	5.05
M7 2007	47839.00	101.400	87690.93	316968.65	14.53	8.00	5.05
M8 2007	65370.00	100.600	91928.11	328967.49	14.04	8.00	5.05
M9 2007	86326.00	102.200	96837.98	348226.46	14.29	8.00	5.05
M10 2007	55264.00	102.900	98966.96	354185.41	14.24	8.00	5.05
M11 2007	68907.00	102.200	101534.37	365590.56	14.44	8.00	5.05
M12 2007	90712.00	102.100	111118.75	396156.39	14.78	8.00	5.05
M1 2008	57720.00	102.900	105445.41	391332.15	14.58	10.00	5.05
M2 2008	60837.00	102.700	106911.70	398066.28	15.09	10.00	5.05
M3 2008	69160.00	103.800	109840.64	416012.81	15.61	10.00	5.05
M4 2008	78858.00	103.100	116065.54	429648.62	16.71	12.00	4.85
M5 2008	81508.00	101.300	118843.28	429671.77	17.68	12.00	4.85
M6 2008	73334.00	100.800	124742.19	450589.36	17.58	12.00	4.85
M7 2008	108859.00	99.500	130923.85	467234.33	17.61	12.00	4.86
M8 2008	97832.00	99.900	133965.71	474883.23	17.98	12.00	4.86
M9 2008	69086.00	101.100	133563.90	477658.80	17.71	12.00	4.86
M10 2008	102802.00	101.700	146251.30	481116.70	19.41	12.00	7.70
M11 2008	75380.00	101.500	141317.74	483848.66	21.88	12.00	7.70
M12 2008	74488.00	102.100	154758.54	515727.12	21.64	12.00	7.70
M1 2009 ²	-	102.900	150174.67	492725.60	22.4	10.25	7.70
M2 2009	-	101.500	147500.54	470890.17	27.1	10.25	7.70
M3 2009	183217.00	101.400	147100.20	463842.12	19.5	10.25	7.70

² У зв'язку з міжнародними стандартами СНР 93, починаючи з 2009 року розрахунки та публікації даних по ВВП здійснюється поквартально (розпорядження Кабінету Міністрів України від 12.02.2009 р. за № 155 – р)

Продовження додатку Е

M4 2009	-	100.900	150470.87	465110.00	19.3	10.25	7.63
M5 2009	-	100.500	152990.00	468251.32	17.5	10.25	7.63
M6 2009	207096.00	101.100	153151.41	472750.12	18.1	10.25	7.63
M7 2009	-	99.900	151750.14	471861.47	16.9	10.25	8.01
M8 2009	-	99.800	149231.11	471080.01	17.5	10.25	8.01
M9 2009	250614.00	100.800	148900.00	469472.23	17.3	10.25	8.01
M10 2009	-	100.900	148765.00	468453.16	19.0	10.25	7.98
M11 2009	-	101.100	147890.10	470423.01	18.0	10.25	7.98
M12 2009	273793.00	100.900	157031.73	487300.33	16.6	10.25	7.98

Результати перевірки часових рядів на стаціонарність за тестом Дікі-Фулера (ADF)¹

y	ADF Test Statistic	-0.79701	1% Critical Value*	-4.0212	нестационарний ряд
			5% Critical Value	-3.4401	
			10% Critical Value	-3.1442	
dy=y-y(-1)	ADF Test Statistic	-7.02869	1% Critical Value*	-4.0216	стаціонарний ряд
			5% Critical Value	-3.4403	
			10% Critical Value	-3.1444	
p	ADF Test Statistic	-4.95233	1% Critical Value*	-4.0212	стаціонарний ряд
			5% Critical Value	-3.4401	
			10% Critical Value	-3.1442	
m0	ADF Test Statistic	4.035694	1% Critical Value*	-4.0212	нестационарний ряд
			5% Critical Value	-3.4401	
			10% Critical Value	-3.1442	
dm0=m0-m0(-1)	ADF Test Statistic	-3.53043	1% Critical Value*	-4.0216	стаціонарний ряд
			5% Critical Value	-3.4403	
			10% Critical Value	-3.1444	
m3	ADF Test Statistic	3.920011	1% Critical Value*	-4.0212	нестационарний ряд
			5% Critical Value	-3.4401	
			10% Critical Value	-3.1442	
dm3=m3-m3(-1)	ADF Test Statistic	-3.66941	1% Critical Value*	-4.0216	стаціонарний ряд
			5% Critical Value	-3.4403	
			10% Critical Value	-3.1444	
ik	ADF Test Statistic	-3.33041	1% Critical Value*	-4.0212	нестационарний ряд
			5% Critical Value	-3.4401	
			10% Critical Value	-3.1442	
dik=ik-ik(-1)	ADF Test Statistic	-5.98129	1% Critical Value*	-4.0216	стаціонарний ряд
			5% Critical Value	-3.4403	
			10% Critical Value	-3.1444	
io	ADF Test Statistic	-3.16436	1% Critical Value*	-4.0212	нестационарний ряд
			5% Critical Value	-3.4401	
			10% Critical Value	-3.1442	
dio=io-io(-1)	ADF Test Statistic	-6.12214	1% Critical Value*	-4.0216	стаціонарний ряд
			5% Critical Value	-3.4403	
			10% Critical Value	-3.1444	
e	ADF Test Statistic	-1.67586	1% Critical Value*	-4.0212	нестационарний ряд
			5% Critical Value	-3.4401	
			10% Critical Value	-3.1442	
de=e-e(-1)	ADF Test Statistic	-2.13894	1% Critical Value*	-4.0216	нестационарний ряд
			5% Critical Value	-3.4403	
			10% Critical Value	-3.1444	
dde=de-de(-1)	ADF Test Statistic	-6.68319	1% Critical Value*	-4.022	стаціонарний ряд
			5% Critical Value	-3.4405	
			10% Critical Value	-3.1445	

¹ Джерело: складено та розраховано автором

Результати економетричної оцінки моделі векторної авторегресії VAR (6)

Sample(adjusted): 1996:09 2009:12

Included observations: 148 after adjusting endpoints

	DY	P	DM0	DM3	DIK	DIO	DDE
DY(-1)	-0.534036 (0.10266) (-5.20206)	3.58E-05 (1.6E-05) (2.20663)	-0.008787 (0.02597) (-0.33833)	-0.011656 (0.05833) (-0.19982)	-1.21E-05 (3.6E-05) (-0.33720)	-3.23E-05 (7.0E-05) (-0.46340)	-6.69E-07 (3.7E-06) (-0.18152)
DY(-2)	-1.037572 (0.11811) (-8.78498)	1.61E-05 (1.9E-05) (0.85995)	-0.134304 (0.02988) (-4.49470)	-0.232427 (0.06711) (-3.46344)	2.16E-05 (4.1E-05) (0.52229)	-3.22E-06 (8.0E-05) (-0.04010)	-2.95E-06 (4.2E-06) (-0.69635)
DY(-3)	0.117882 (0.15311) (0.76990)	4.72E-06 (2.4E-05) (0.19494)	-0.008980 (0.03874) (-0.23182)	0.002163 (0.08700) (0.02486)	-5.33E-06 (5.4E-05) (-0.09955)	-7.90E-06 (0.00010) (-0.07600)	4.69E-06 (5.5E-06) (0.85320)
DY(-4)	-0.498520 (0.15235) (-3.27221)	3.57E-06 (2.4E-05) (0.14794)	-0.116195 (0.03854) (-3.01463)	-0.206868 (0.08657) (-2.38973)	1.75E-05 (5.3E-05) (0.32923)	-4.36E-05 (0.00010) (-0.42140)	-5.45E-07 (5.5E-06) (-0.09976)
DY(-5)	-0.097782 (0.13041) (-0.74978)	1.30E-05 (2.1E-05) (0.62939)	-0.033922 (0.03299) (-1.02812)	-0.112448 (0.07410) (-1.51750)	-2.34E-05 (4.6E-05) (-0.51242)	-6.15E-05 (8.9E-05) (-0.69398)	5.30E-06 (4.7E-06) (1.13308)
DY(-6)	-0.218468 (0.11214) (-1.94813)	2.82E-05 (1.8E-05) (1.58815)	-0.097531 (0.02837) (-3.43765)	-0.181943 (0.06372) (-2.85536)	3.75E-07 (3.9E-05) (0.00957)	-6.17E-05 (7.6E-05) (-0.81067)	-3.44E-06 (4.0E-06) (-0.85374)
P(-1)	-283.8463 (649.572) (-0.43697)	0.692944 (0.10275) (6.74384)	-39.79653 (164.338) (-0.24216)	-166.8595 (369.087) (-0.45209)	-0.261401 (0.22724) (-1.15033)	0.034308 (0.44118) (0.07776)	-0.000843 (0.02331) (-0.03616)
P(-2)	1468.533 (802.276) (1.83046)	-0.228867 (0.12691) (-1.80342)	-57.54173 (202.972) (-0.28350)	-250.0746 (455.854) (-0.54858)	-0.009599 (0.28066) (-0.03420)	-0.367252 (0.54489) (-0.67399)	-0.000225 (0.02879) (-0.00783)
P(-3)	-1727.248 (828.978) (-2.08359)	0.165913 (0.13113) (1.26524)	41.22081 (209.727) (0.19655)	810.5008 (471.026) (1.72071)	-0.053316 (0.29000) (-0.18385)	0.187484 (0.56303) (0.33299)	-0.042117 (0.02974) (-1.41603)
P(-4)	1716.951 (830.740) (2.06677)	0.150757 (0.13141) (1.14722)	-19.85580 (210.173) (-0.09447)	-742.1450 (472.027) (-1.57225)	0.089512 (0.29062) (0.30801)	-0.649288 (0.56423) (-1.15076)	0.024860 (0.02981) (0.83406)
P(-5)	-2889.191 (802.454) (-3.60044)	-0.206844 (0.12694) (-1.62952)	-176.3093 (203.017) (-0.86845)	307.1278 (455.955) (0.67359)	0.019852 (0.28072) (0.07072)	0.296768 (0.54501) (0.54451)	-0.041855 (0.02879) (-1.45374)
P(-6)	1671.750 (647.532) (2.58173)	0.155807 (0.10243) (1.52111)	404.2154 (163.822) (2.46740)	-119.2075 (367.929) (-0.32400)	0.170852 (0.22653) (0.75422)	-0.044121 (0.43979) (-0.10032)	0.064170 (0.02323) (2.76203)
DM0(-1)	-0.313925 (0.65678) (-0.47797)	-0.000140 (0.00010) (-1.35135)	-0.241342 (0.16616) (-1.45245)	-0.495901 (0.37318) (-1.32884)	-0.000214 (0.00023) (-0.93259)	-0.000210 (0.00045) (-0.47092)	2.42E-06 (2.4E-05) (0.10267)
DM0(-2)	3.733034 (0.66578)	-0.000103 (0.00011)	0.526192 (0.16844)	0.699774 (0.37830)	-0.000165 (0.00023)	0.000104 (0.00045)	2.13E-05 (2.4E-05)

Продовження додатку 3

DM0(-3)	(5.60703)	(-0.97449)	(3.12395)	(1.84981)	(-0.70883)	(0.22969)	(0.89173)
	-2.196297	-2.72E-05	-0.392673	-1.150717	0.000186	3.15E-05	3.11E-05
	(0.78667)	(0.00012)	(0.19902)	(0.44699)	(0.00028)	(0.00053)	(2.8E-05)
	(-2.79189)	(-0.21879)	(-1.97300)	(-2.57438)	(0.67516)	(0.05886)	(1.10028)
DM0(-4)	0.211188	0.000101	0.271672	0.586775	-7.50E-05	5.45E-05	-4.40E-06
	(0.77820)	(0.00012)	(0.19688)	(0.44217)	(0.00027)	(0.00053)	(2.8E-05)
	(0.27138)	(0.81864)	(1.37989)	(1.32702)	(-0.27533)	(0.10308)	(-0.15741)
DM0(-5)	1.267060	0.000247	-0.077712	-0.814061	0.000176	0.000124	8.31E-05
	(0.73677)	(0.00012)	(0.18640)	(0.41863)	(0.00026)	(0.00050)	(2.6E-05)
	(1.71975)	(2.12338)	(-0.41692)	(-1.94457)	(0.68292)	(0.24870)	(3.14288)
DM0(-6)	-1.175373	-4.88E-05	0.092329	-0.835887	0.000217	0.000219	6.84E-05
	(0.79123)	(0.00013)	(0.20018)	(0.44958)	(0.00028)	(0.00054)	(2.8E-05)
	(-1.48549)	(-0.38955)	(0.46124)	(-1.85926)	(0.78445)	(0.40690)	(2.40995)
DM3(-1)	0.675585	1.01E-05	0.062708	0.265966	5.89E-05	0.000158	-7.46E-06
	(0.26797)	(4.2E-05)	(0.06780)	(0.15226)	(9.4E-05)	(0.00018)	(9.6E-06)
	(2.52111)	(0.23709)	(0.92496)	(1.74677)	(0.62870)	(0.87039)	(-0.77608)
DM3(-2)	-0.884679	3.80E-05	-0.082363	-0.099812	6.34E-05	-5.97E-05	4.18E-07
	(0.27976)	(4.4E-05)	(0.07078)	(0.15896)	(9.8E-05)	(0.00019)	(1.0E-05)
	(-3.16230)	(0.85789)	(-1.16369)	(-0.62791)	(0.64762)	(-0.31413)	(0.04163)
DM3(-3)	0.502756	2.75E-05	0.256965	0.700055	-9.94E-05	-0.000126	-3.86E-06
	(0.30060)	(4.8E-05)	(0.07605)	(0.17080)	(0.00011)	(0.00020)	(1.1E-05)
	(1.67252)	(0.57883)	(3.37891)	(4.09867)	(-0.94527)	(-0.61813)	(-0.35762)
DM3(-4)	0.023548	-1.54E-06	0.024860	-0.083888	3.97E-05	-7.68E-05	1.59E-05
	(0.29505)	(4.7E-05)	(0.07465)	(0.16765)	(0.00010)	(0.00020)	(1.1E-05)
	(0.07981)	(-0.03300)	(0.33304)	(-0.50038)	(0.38465)	(-0.38320)	(1.50128)
DM3(-5)	-0.483180	-0.000106	0.011974	0.347775	-2.04E-07	8.29E-05	-4.19E-05
	(0.27355)	(4.3E-05)	(0.06921)	(0.15543)	(9.6E-05)	(0.00019)	(9.8E-06)
	(-1.76636)	(-2.45451)	(0.17303)	(2.23752)	(-0.00214)	(0.44597)	(-4.27296)
DM3(-6)	0.309269	3.12E-05	0.004395	0.434584	2.01E-05	9.74E-05	-9.31E-06
	(0.31235)	(4.9E-05)	(0.07902)	(0.17748)	(0.00011)	(0.00021)	(1.1E-05)
	(0.99013)	(0.63211)	(0.05562)	(2.44866)	(0.18398)	(0.45934)	(-0.83087)
DIK(-1)	-82.02542	-0.024357	58.84049	33.59515	-0.020589	0.213219	0.016074
	(306.274)	(0.04845)	(77.4856)	(174.025)	(0.10714)	(0.20802)	(0.01099)
	(-0.26782)	(-0.50275)	(0.75937)	(0.19305)	(-0.19216)	(1.02501)	(1.46273)
DIK(-2)	-158.8395	0.076123	-24.02902	10.87958	-0.375039	-0.766909	-0.013243
	(295.390)	(0.04673)	(74.7322)	(167.841)	(0.10334)	(0.20062)	(0.01060)
	(-0.53773)	(1.62913)	(-0.32154)	(0.06482)	(-3.62930)	(-3.82261)	(-1.24953)
DIK(-3)	-146.5100	-0.058666	21.46951	0.373165	-0.032283	0.091250	0.001755
	(291.436)	(0.04610)	(73.7317)	(165.594)	(0.10195)	(0.19794)	(0.01046)
	(-0.50272)	(-1.27255)	(0.29118)	(0.00225)	(-0.31664)	(0.46100)	(0.16785)
DIK(-4)	-492.9441	0.012260	-31.73327	133.7067	-0.169226	-0.230304	-0.000408
	(287.999)	(0.04556)	(72.8622)	(163.641)	(0.10075)	(0.19560)	(0.01033)
	(-1.71162)	(0.26911)	(-0.43552)	(0.81707)	(-1.67965)	(-1.17740)	(-0.03945)
DIK(-5)	166.7649	0.005078	18.67544	-96.18340	-0.102914	-0.167794	0.009394
	(280.726)	(0.04441)	(71.0221)	(159.509)	(0.09821)	(0.19066)	(0.01007)
	(0.59405)	(0.11436)	(0.26295)	(-0.60300)	(-1.04793)	(-0.88005)	(0.93266)

Продовження додатку 3

DIK(-6)	-2.571675 (249.932)	-0.113478 (0.03954)	34.10021 (63.2315)	43.67282 (142.012)	-0.174230 (0.08743)	-0.006313 (0.16975)	-0.003888 (0.00897)
	(-0.01029)	(-2.87028)	(0.53929)	(0.30753)	(-1.99270)	(-0.03719)	(-0.43354)
DIO(-1)	-103.7896 (152.578)	-0.017265 (0.02414)	-13.74613 (38.6013)	-59.71517 (86.6947)	0.123362 (0.05338)	0.062838 (0.10363)	-0.001749 (0.00547)
	(-0.68024)	(-0.71536)	(-0.35611)	(-0.68880)	(2.31119)	(0.60638)	(-0.31945)
DIO(-2)	150.0061 (160.418)	0.045069 (0.02538)	9.674735 (40.5848)	32.99274 (91.1495)	0.238817 (0.05612)	0.284579 (0.10895)	0.013514 (0.00576)
	(0.93510)	(1.77609)	(0.23838)	(0.36196)	(4.25554)	(2.61194)	(2.34799)
DIO(-3)	-27.51210 (175.384)	0.061551 (0.02774)	1.657181 (44.3713)	-5.945676 (99.6536)	0.183017 (0.06135)	0.031785 (0.11912)	0.006799 (0.00629)
	(-0.15687)	(2.21862)	(0.03735)	(-0.05966)	(2.98292)	(0.26683)	(1.08041)
DIO(-4)	401.8232 (173.930)	-0.031245 (0.02751)	5.342044 (44.0032)	-86.15698 (98.8270)	-0.065164 (0.06085)	0.088285 (0.11813)	-0.000242 (0.00624)
	(2.31026)	(-1.13564)	(0.12140)	(-0.87180)	(-1.07097)	(0.74736)	(-0.03874)
DIO(-5)	-128.1991 (184.592)	0.009282 (0.02920)	-12.19850 (46.7008)	-31.41064 (104.885)	0.184928 (0.06458)	0.265407 (0.12537)	0.001809 (0.00662)
	(-0.69450)	(0.31787)	(-0.26121)	(-0.29948)	(2.86373)	(2.11695)	(0.27310)
DIO(-6)	54.07245 (169.009)	0.031874 (0.02673)	13.74446 (42.7583)	26.58015 (96.0309)	0.091107 (0.05912)	-0.049148 (0.11479)	-0.001849 (0.00606)
	(0.31994)	(1.19223)	(0.32145)	(0.27679)	(1.54095)	(-0.42816)	(-0.30492)
DDE(-1)	-1864.668 (3754.96)	0.377664 (0.59398)	-1264.380 (949.985)	1671.629 (2133.57)	1.177409 (1.31360)	1.613955 (2.55031)	-0.962360 (0.13472)
	(-0.49659)	(0.63582)	(-1.33095)	(0.78349)	(0.89632)	(0.63285)	(-7.14315)
DDE(-2)	-13290.05 (4912.46)	0.769612 (0.77707)	904.1566 (1242.82)	7822.221 (2791.26)	0.647145 (1.71853)	-0.927109 (3.33647)	-1.052923 (0.17625)
	(-2.70538)	(0.99040)	(0.72750)	(2.80239)	(0.37657)	(-0.27787)	(-5.97387)
DDE(-3)	-3463.602 (8026.89)	0.278432 (1.26973)	331.0733 (2030.76)	2710.733 (4560.89)	-3.744174 (2.80805)	-14.25440 (5.45174)	-0.810398 (0.28800)
	(-0.43150)	(0.21928)	(0.16303)	(0.59434)	(-1.33337)	(-2.61465)	(-2.81390)
DDE(-4)	-10305.62 (8223.56)	-1.310713 (1.30084)	26.52327 (2080.51)	-174.4640 (4672.63)	-8.080772 (2.87685)	-4.083622 (5.58531)	-0.803398 (0.29505)
	(-1.25318)	(-1.00759)	(0.01275)	(-0.03734)	(-2.80890)	(-0.73114)	(-2.72288)
DDE(-5)	-5611.129 (7799.44)	1.491728 (1.23375)	3258.192 (1973.21)	5497.429 (4431.65)	7.725060 (2.72848)	3.779601 (5.29726)	0.228420 (0.27984)
	(-0.71943)	(1.20910)	(1.65121)	(1.24049)	(2.83127)	(0.71350)	(0.81626)
DDE(-6)	-4160.127 (7634.25)	2.215804 (1.20762)	-2218.452 (1931.42)	-629.1735 (4337.79)	2.975950 (2.67069)	-10.08740 (5.18506)	-0.452955 (0.27391)
	(-0.54493)	(1.83485)	(-1.14861)	(-0.14504)	(1.11430)	(-1.94547)	(-1.65366)
C	4110.961 (72215.8)	27.21515 (11.4234)	-15146.44 (18270.2)	16762.48 (41033.1)	3.694073 (25.2633)	54.07798 (49.0479)	-0.407846 (2.59104)
	(0.05693)	(2.38240)	(-0.82902)	(0.40851)	(0.14622)	(1.10256)	(-0.15741)
R-squared	0.873993	0.608089	0.734663	0.759331	0.579883	0.332007	0.748861
Adj. R-squared	0.823590	0.451325	0.628528	0.663063	0.411836	0.064810	0.648405
Sum sq. resids	3.47E+09	86.71679	2.22E+08	1.12E+09	424.1218	1598.642	4.461287
S.E. equation	5745.040	0.908776	1453.464	3264.338	2.009790	3.901943	0.206127
Log likelihood	-1465.704	-170.4451	-1262.295	-1382.042	-287.9107	-386.1005	49.12844

Продовження додатку 3

Akaike AIC	-1465.123	-169.8640	-1261.713	-1381.461	-287.3296	-385.5194	49.70953
Schwarz SC	-1464.252	-168.9932	-1260.843	-1380.591	-286.4588	-384.6486	50.58034
Mean dependent	457.7568	101.0453	1024.112	3432.805	-0.283514	-0.189189	0.000135
S.D. dependent	13678.29	1.226872	2384.742	5623.684	2.620604	4.034884	0.347628
<hr/>							
Determinant Residual Covariance	2.82E+19						
Log Likelihood	-4784.221						
Akaike Information Criteria	-4780.153						
Schwarz Criteria	-4774.057						
<hr/>							