

ГРОШОВО-КРЕДИТНІ ЗАСОБИ РЕГУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ

Монографія

За загальною редакцією доктора економічних наук
Л.В. Кривенко

Суми
ДВНЗ “УАБС НБУ”
2010

УДК 336.7
ББК 65.262-18
Г89

Рекомендовано до друку вченою радою
Державного вищого навчального закладу
“Українська академія банківської справи
Національного банку України”,
протокол № 3 від 02.07.2009

Рецензенти:

доктор економічних наук, професор
Сумського державного університету
О.М. Теліженко;

доктор економічних наук, професор
Сумського національного аграрного університету
Є.В. Мішенін;

доктор економічних наук, професор
ДВНЗ “Українська академія банківської справи
Національного банку України”
М.І. Макаренко

Г89 **Грошово-кредитні засоби регулювання економіки [Текст] :**
монографія / за заг. редакцією д-ра екон. наук Л. В. Кривенко ;
[Л. В. Кривенко, О. М. Дугченко, М. І. Синюченко та ін.]. – Суми :
ДВНЗ “УАБС НБУ”, 2010. – 210 с.

ISBN 978-966-8958-57-1

У монографії досліджуються теоретичні засади грошово-кредитних засобів регулювання економіки, зарубіжний досвід грошово-кредитного регулювання економіки в трансформаційних економіках та окремі аспекти фінансово-кредитної підтримки інноваційної діяльності в країнах з розвинутою ринковою економікою, напрями удосконалення засобів грошово-кредитного регулювання національної економіки.

Дослідження рекомендоване для науковців і фахівців у галузі регулювання економіки, зокрема грошово-кредитного регулювання, а також для аспірантів і студентів економічних спеціальностей.

УДК 336.7
ББК 65.262-18

ISBN 978-966-8958-57-1

© Кривенко Л.В., Дугченко О.М., Синюченко М.І.
та ін., 2010

© ДВНЗ “Українська академія банківської справи
Національного банку України”, 2010

ЗМІСТ

ВСТУП	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ГРОШОВО-КРЕДИТНИХ ЗАСОБІВ РЕГУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ.....	7
1.1. Сутність засобів грошово-кредитного регулювання економіки	7
1.2. Кейнсіанські та монетаристські концепції грошово-кредитного регулювання економіки	21
1.3. Теорія Манделла.....	41
1.4. Модель таргетування.....	58
Висновки до 1 розділу.....	72
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ВИКОРИСТАННЯ ГРОШОВО-КРЕДИТНИХ ЗАСОБІВ РЕГУЛЮВАННЯ: ВІТЧИЗНЯНИЙ І ЗАРУБІЖНИЙ ДОСВІД.....	77
2.1. Фінансово-кредитна підтримка інноваційної діяльності в країнах з розвинутою ринковою економікою	77
2.2. Використання грошово-кредитних засобів у трансформаційних економіках.....	82
2.3. Еволюція грошово-кредитних відносин в Україні.....	105
Висновки до 2 розділу.....	136
РОЗДІЛ 3. УДОСКОНАЛЕННЯ ЗАСОБІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ.....	139
3.1. Основні напрями підвищення ефективності використання грошово-кредитних засобів.....	139
3.2. Кредитне забезпечення інноваційної діяльності в Україні.....	155
3.3. Комп'ютерний аналіз взаємозв'язку між показниками кредитно-грошової політики	165
3.4. Особливості адаптації інструментів грошово-кредитної політики до умов економіки України ...	175
3.5. Основні проблеми використання інструментів грошово-кредитної (монетарної) політики в Україні	184
Висновки до 3 розділу.....	190
ВИСНОВКИ	193
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	196
ДОДАТОК А.....	208

ВСТУП

Гроші є особливим елементом системи економічних відносин. З одного боку, вони породжуються системою економічних відносин товарного виробництва та забезпечують взаємозв'язок між виробництвом, обміном, розподілом і споживанням, з іншого – імітуються зовнішнім стосовно економічної системи інститутом і тим самим створюють потенційну можливість для порушення цього зв'язку, до виникнення суперечностей в економічній системі. Ця неоднозначність місця та ролі грошей в економічній системі означає необхідність і можливість використання грошового обігу для регулювання окремих макроекономічних показників і макроекономіки в цілому. Головною умовою вдалого використання монетарних інструментів у державному регулюванні є правильно визначені фундаментальні положення з приводу ролі грошей в економіці та ступеня впливу державного регулювання на формування самої грошової пропозиції. Але різними школами та напрямками теорії грошей ці положення трактуються неоднозначно, а за деякими з них – кардинально протилежно, що ускладнює побудову ефективної моделі монетарного регулювання економіки.

У ринковій трансформації економіки України грошовий обіг набуває суттєво нового значення для вирішення проблем збалансованості процесу відтворення, забезпечення економічного зростання. Грошовий обіг України в період переходу до ринкових відносин став найбільш вразливим елементом системи економічних відносин. Діючі інститути грошово-кредитного регулювання вітчизняного господарства, намагаючись подолати існуючі проблеми в даній сфері, впливають насамперед на самі монетарні показники, не досягаючи при цьому завдання комплексної стабілізації всієї національної економіки. Процес трансформації в перехідних економіках передбачає створення грошово-кредитної системи, що відповідає потребам розвитку ринкової економіки, забезпечує ефективність виробництва та включення національної економіки в міжнародний поділ праці. З іншого боку, в умовах ринкової економіки особливого значення набувають важелі непрямого впливу держави на економіку, серед яких методи монетарної політики посідають провідне місце. Відповідно, грошово-кредитна політика держави набирає нових форм та якості, і одним із пріоритетних завдань ринкових реформ стає формування ефективної системи грошово-кредитного регулювання, що дає можливість прискорити вирішення проблем фінансової стабільності, стимулювання інвестиційної активності, підвищення конкурентоспроможності вітчизняних виробників, забезпечення економічного зростання, покращення рівня життя населення. Головним результатом функціонування грошової системи економіки є розробка

та реалізація визначеної грошово-кредитної політики. Позитивний вплив цієї політики на розвиток економіки визначає ефективність самої грошової системи.

Ринкове господарство, його розвиток вимагають стабільності грошового обігу, зовнішнім виявом якого є усталеність вартості грошової одиниці. Стабільність не означає незмінність грошової пропозиції чи незмінність приростів грошової маси. Стабільність – це еластичність грошової пропозиції, тобто здатність її автоматично розширюватися чи звужуватися залежно від потреб народного господарства в грошах. Процес відтворення порушується як від нестачі, так і від надлишку грошей. Існуючі методи формування грошової пропозиції в Україні забезпечити таку еластичність не в змозі.

Теоретичну основу дослідження грошового обігу становлять праці класиків світової економічної думки: Д. Юма, Д. Рікардо, Дж.С. Мілля, А. Маршалла, А. Пігу, І.Фішера, М. Тугана-Барановського, К. Вікселля, Д. Патинкіна, Дж. Кейнса, М. Фрідмена, А. Шварц, Р. Манделла та інших. Проблеми грошового обігу та можливостей використання його інструментів у державному регулюванні економікою стали особливо актуальними для вітчизняної економічної науки з початку 90-х років ХХ ст. Ці питання досліджуються в роботах В. Бурлачкова, А. Гальчинського, В. Гейця, А. Гриценка, М. Головіна, Б. Кваснюка, Т. Ковальчука, І. Лукінова, І. Лютого, О. Мельника, В. Найдьонова, М. Павловського, Б. Панасюка, М. Савлука, В. Стельмаха, А. Чухно, В. Ющенко та інших. Аналогічні проблеми та окремі їх аспекти знаходяться в центрі уваги російських вчених, зокрема В. Андропова, С. Глазьева, Б. Гранвілла, А. Ілларіонова, Л. Красавіної, О. Лушина, Н. Райської, Я. Сергієнко та інших. Однак активізація позитивного аналізу майже витіснила з наукового дослідження нормативний аналіз фундаментальних положень з приводу ролі грошей в економіці та ступеня впливу державного регулювання на формування грошової пропозиції. Крім того, в сучасній економічній літературі недостатньо висвітлені причини розбалансування грошової пропозиції в умовах трансформації економіки України.

Тому метою нашого спільного наукового дослідження є виявлення причин існуючих проблем грошового обігу економіки України, аналіз розвитку та особливостей використання інструментів монетарної політики у практиці державного регулювання та розробки методологічно-концептуальних підходів і практичних рекомендацій щодо удосконалення грошово-кредитних засобів, підвищення ефективності державного втручання в економіку.

Досягненню поставленої мети наукового дослідження підпорядкована структура колективної монографії. Книга містить три розділи. У першому розділі “Теоретичні основи грошово-кредитних засобів

регулювання економіки” аналізуються фундаментальні положення теорії грошей, сутність монетарної політики, засоби грошово-кредитного регулювання, їх субординація та місце у загальній стратегії державної економічної політики. У цьому ж розділі висвітлюються найвідоміші теорії, що стали теоретичною основою сучасної практики монетарного регулювання, а саме: кейнсіанство, монетаризм, теорія Манделла, теорія таргетування, де аналізуються не лише найсуттєвіші положення даних вчень, а також дано критичну оцінку можливості використання засобів та інструментів, розроблених і рекомендованих даними теоріями відповідно до сучасного стану економіки України. У другому розділі “Аналіз використання грошово-кредитних засобів регулювання: вітчизняний і зарубіжний досвід” аналізується досвід використання грошово-кредитних засобів регулювання економіки в країнах з розвинутою ринковою економікою та в країнах з трансформаційною економікою. Висвітлюються питання фінансово-кредитної підтримки інноваційної діяльності в країнах з розвинутою ринковою економікою. Розглядаються етапи еволюції грошово-кредитних відносин в Україні. У третьому розділі розглядаються питання підвищення ефективності використання грошово-кредитних засобів для забезпечення стабільності гривні як монетарної передумови і фактора економічного зростання на інвестиційно-інноваційній основі. Проводиться аналіз кредитного забезпечення інноваційної діяльності в сучасних умовах в Україні. Досліджується зв’язок між показниками кредитно-грошової політики. На основі проведеного дослідження була розроблена економетрична модель, що відображає взаємозв’язок між емісійними, інфляційними процесами та сеньйоражем. Крім цього, в розділі аналізуються особливості адаптації інструментів грошово-кредитної політики до умов української економіки, досліджуються основні проблеми використання інструментів монетарної політики в Україні.

Авторський колектив: д-р екон. наук, проф. Л.В. Кривенко (вступ, розділ 1.1, висновки), канд. екон. наук, доц. Т.І. Гончарук (розділ 1.3), канд. екон. наук, доц. О.М. Дутченко (розділ 2.2), канд. екон. наук, доц. Л.В. Лощина (розділ 2.3), канд. екон. наук, доц. Н.М. Нілова (розділ 3.3), канд. екон. наук, доц. Т.О. Семененко (розділ 3.4), канд. екон. наук, доц. Є.О. Балацький (розділ 2.2), канд. екон. наук, доц. Л.А. Батюк (розділи 1.3, 1.4), канд. екон. наук М.І. Синюченко (розділ 1.2), канд. екон. наук О.О. Євтух (розділ 3.1), канд. іст. наук І.В. Ткаченко (розділ 2.3), канд. екон. наук В.С. Домбровський (розділ 2.3), канд. екон. наук Т.В. Процик (розділ 1.1), канд. екон. наук В.С. Подлесна, (розділи 2.1, 3.2), О.В. Мелешко (розділ 3.5), М.М. Гузь (розділ 3.1), М.В. Нілова (розділ 3.3).

Розділ 1

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ

ГРОШОВО-КРЕДИТНИХ ЗАСОБІВ

РЕГУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ

1.1. СУТНІСТЬ ЗАСОБІВ

ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ

Грошово-кредитна політика є складовою частиною загальнодержавної стратегії, орієнтири якої ґрунтуються на основних фактичних і прогнозних критеріях, а також макроекономічних показниках економічного та соціального стану країни, що розробляються Кабінетом Міністрів України. У даному контексті доречно нагадати, що кожного року до 15 вересня Рада Національного банку України має розробити та подати на розгляд Верховній Раді “Основні засади грошово-кредитної політики”, які є основним документом не тільки Національного банку України, а й держави в цілому.

Грошово-кредитна політика – це комплекс взаємопов’язаних і скоординованих на досягнення певних цілей заходів щодо регулювання грошового ринку та кредитних відносин, які проводить держава через свій центральний банк. При цьому необхідно зазначити, що в економічній літературі існують як широкі, так і вузькі трактування зазначеного поняття.

У широкому розумінні до грошово-кредитної політики належать будь-які заходи держави, пов’язані з функціонуванням грошової сфери та кредиту, включаючи також і ті, що здійснюються без участі центрального банку. Проте така детермінація надто широка та не дозволяє дослідити специфіку використання грошово-кредитних інструментів у національній економіці. Разом з тим деякі вчені використовують і надто вузькі визначення зазначеного поняття, які трактують грошово-кредитну політику як сукупність заходів держави щодо забезпечення оптимального валютного курсу. Однак такий підхід щодо дослідження сутності грошово-кредитної політики враховує лише одну складову із загальної системи грошово-кредитного регулювання.

Під грошово-кредитним регулюванням ряд авторів мають на увазі сукупність заходів у галузі грошового обігу та кредиту, що спрямовані на підтримку економічного зростання, забезпечення зайнятості, стримування негативних процесів в економіці та вирівнювання платіжного балансу [68; 102; 112; 144].

На жаль, це визначення грошово-кредитного регулювання не є досконалим. На нашу думку, досліджуючи проблему грошово-кредитного регулювання, слід виходити насамперед з постулатів системного аналізу, відповідно до яких грошово-кредитне регулювання можна розглядати як систему заходів у галузі грошового обігу та кредиту, спрямованих на регулювання таких об'єктів:

- процентної ставки;
- норм обов'язкового резервування;
- операцій з цінними паперами на відкритому ринку;
- імпорту та експорту капіталу;
- рефінансування банків;
- золотовалютних резервів.

Зазначені вище заходи мають застосовуватися з метою забезпечення сталого економічного розвитку, зниження рівня безробіття (або забезпечення ефективної зайнятості), врівноваження платіжного балансу та уповільнення інфляційних процесів.

Грошово-кредитні орієнтири повинні сприяти підвищенню ефективності функціонування банківської системи та створювати належні передумови для збільшення реальних доходів населення, що знаходить відображення у формуванні відповідних стратегічних цілей грошово-кредитної політики з боку Національного банку України (рис. 1.1).



Рис. 1.1. Класифікаційна система цілей грошово-кредитного регулювання

Отже, завдяки тактичним важелям грошово-кредитної політики, в перспективі необхідно досягнути стратегічних цілей, які визначаються Конституцією України, законодавчими та нормативно-правовими актами і мають дотримуватись і реалізовуватись на всіх рівнях державного управління. Серед тактичних цілей грошово-кредитного регулювання доцільно розрізняти такі:

- встановлення облікової ставки, норм обов'язкового резервування;
- проведення операцій рефінансування, зокрема операцій на відкритому ринку;
- фіксація кількості грошей в обігу;
- встановлення максимальних розмірів кредитування;
- проведення операцій на валютному ринку.

Основні засади грошово-кредитної політики передбачають, що реалізація грошово-кредитної політики ґрунтується на використанні механізмів, спрямованих на підтримку стабільності національної грошової одиниці через комплекс змінних індикаторів фінансової сфери, регулювання грошового обігу та кредитування економіки. У даному зв'язку особливий інтерес становить дослідження поняття “засоби грошово-кредитного регулювання національної економіки”, яке, на наш погляд, передбачає органічне поєднання інструментів, методів і важелів грошово-кредитної політики при здійсненні впливу на систему цілей грошово-кредитного регулювання.

Грошово-кредитні інструменти у структурі засобів грошово-кредитного регулювання є одиничною категорією, а методи та важелі – загальними поняттями. Методи грошово-кредитного регулювання, як правило, об'єднують декілька грошово-кредитних інструментів, а важелі грошово-кредитного регулювання передбачають синергетичне комбінування на практиці як грошово-кредитних інструментів, так і методів.

Відповідно до закону “Про Національний банк України” основним суб'єктом розробки та реалізації грошово-кредитної політики держави є Національний банк. У компетенцію останнього входить формування загальних напрямків грошово-кредитної політики, визначення конкретних методів (інструментів) її реалізації, а також розробка відповідної нормативної бази. У цьому ж законі зазначено, що стратегічними цілями грошово-кредитної політики є забезпечення економічного зростання, стабільності національної грошової одиниці, зайнятості населення, стримування інфляції та вирівнювання платіжного балансу [87].

Тому впевнено можна констатувати, що ключові завдання грошово-кредитної політики є похідними від загальнодержавних цілей

і визначаються залежно від рівня розвитку економічних, соціальних і політичних процесів у країні (розвиненості ринкових відносин, фази економічного циклу, гнучкості фінансово-кредитної системи тощо), від національних історичних традицій щодо використання інструментарію регулювання грошового обігу та кредитної сфери. Разом з тим цілі грошово-кредитної політики створюють ієрархічну структуру, в якій на кожному певному рівні відбувається детермінація, уточнення та коригування конкретного завдання з метою забезпечення реалізації мети більш високого рівня.

Усі завдання, що стоять перед грошово-кредитною сферою, доцільно диференціювати на стратегічні (пріоритетні) та поточні (проміжні та тактичні). Отже, стратегічні – це ключові цілі в загальнодержавній економічній політиці, а поточні являють собою завдання, що діють протягом певного періоду часу та конкретизують пріоритетні цілі грошово-кредитної політики.

У свою чергу серед поточних цілей слід розрізняти проміжні завдання, що регулюють значення ключових змінних на досить тривалих часових інтервалах (протягом яких можна відчутти ефективність цих інструментів), і тактичні завдання, впровадження яких відбувається шляхом здійснення конкретних операцій на грошово-кредитному ринку.

Визначальне місце в ієрархії цілей грошово-кредитного регулювання займають тактичні або оперативні цілі, які використовуються для повсякденного (тактичного) грошово-кредитного регулювання. Вони визначаються відповідним режимом грошово-кредитної політики та формують комплекс основних грошово-кредитних інструментів, спрямованих на досягнення відповідних проміжних і стратегічних цілей. У даному випадку доцільно підкреслити, що з 2004 року перед Національним банком України було поставлено дещо трансформовану мету – підтримати стабільність гривні “...як монетарної передумови поступового переходу від екстенсивного економічного зростання до розвитку на інноваційно-інвестиційній основі та досягнення довгострокових соціальних, структурних й інституційних цілей” [75, с. 3].

В “Основних засадах грошово-кредитної політики на 2004 рік” планувалося “...розгорнуте таргетування стабільності грошової одиниці, яке передбачає постійний моніторинг динаміки цін на товари та послуги, обмінного курсу та процентних ставок, їх співвідношення і в разі потреби – вплив на них засобами грошово-кредитної політики”. Отже, було створено “...умови для поступового переходу до таргетування інфляції” [75, с. 3].

На наш погляд, формування об'єктивних умов для прискорення оборотності капіталу сприятиме переходу банківської сфери від екстенсивної до інтенсивної стадії свого розвитку, підвищить ліквідність фінансово-кредитних установ, активізує операції на ринку цінних паперів і стане надійним фундаментом для реалізації структурно-інноваційних та інвестиційних проектів і проведення науково-технічної діяльності в Україні.

Сучасна парадигма соціально-економічного розвитку нашої країни передбачає розробку завдань, спрямованих на забезпечення не тільки кількісного, але й якісного економічного зростання шляхом використання податкових, бюджетних, інституційних інструментів і грошово-кредитних засобів, причому останні – це прерогатива центрального банку. Ефективність загальноекономічної політики майбутніх років багато в чому залежатиме від подальшого удосконалення правової бази, а також успішної координованості дій Кабінету Міністрів і Національного банку під час реалізації грошово-кредитної політики.

На нашу думку, в умовах ринкової економіки повинна існувати органічна взаємодія між виробничою і грошово-кредитною сферами. В основі трансформації національної економіки мають лежати інструменти реалізації завдань інноваційного та науково-технологічного прогресу, які сприятимуть найшвидшому входженню України у світове співтовариство.

Отже, ефективне функціонування різноманітних інноваційних структур, застосування вдосконалених інструментів фінансування, форм, стимулів і відносин між суб'єктами господарювання, наявність адекватної інформації про світові науково-технічні досягнення та ефективне її використання в інтересах вітчизняного товаровиробника призведуть до формування високоефективної структури управління в контексті підвищення конкурентоспроможності національної економіки.

Значна частка тіньового сектора вітчизняної економіки, недостатньо повноцінно функціонуюча національна фінансово-кредитна система провокують формування несприятливого інвестиційного клімату в країні, що знаходить також подальше відображення у відсутності належних обсягів банківських кредитів, депозитів, а з цього випливає дефіцит переливу коштів, зниження ефективності інвестицій, а також нерозвиненість фінансового ринку. На жаль, такі негативні позиції призводять до незбалансованості бюджету, відтоку капіталу та встановлення низького рівня монетизації економіки.

На сьогоднішній день існує достатньо різноманітний арсенал джерел фінансування інноваційної діяльності, який враховує як внутрішні, так і зовнішні канали надходження коштів. Однак оскільки в Україні

відсутні реальні умови для прискорення оборотності капіталу підприємств, невеликий і неліквідний фондовий ринок, існують проблеми з запрошенням іноземних стратегічних партнерів, найбільш привабливим джерелом залишається банківське кредитування.

На наш погляд, без створення міцного та ефективного банківського сектора не може йти мова про розвиток парабанківських фінансових установ і повноцінне функціонування ринку цінних паперів. Тому ключовим пріоритетом на середньострокову, а можливо, і довготермінову перспективу має бути прискорення ефективного розвитку банківського сектора України.

Фінансування довгострокових інвестиційних програм передбачає, передусім, здійснення банками ретельного аналізу та контролю діяльності підприємств-позичальників з метою мінімізації ризикованості вкладень. У даному контексті слід згадати, що, керуючись встановленими нормами й економічними нормативами діяльності, банк навіть за умови прибутковості проекту та надійності клієнта буде лімітувати використання коштів для довгострокового кредитування.

Надзвичайно важливим питанням реалізації грошово-кредитної політики на сьогоднішній день є вирішення проблеми вибору оптимального напрямку використання грошово-кредитних засобів у загальнодержавній стратегії економічного розвитку. За відсутності достовірних прогнозів достатньо проблематично здійснювати ефективне управління економічними процесами та досягти відповідного рівня розвитку грошово-кредитного фондового та валютного ринків. Тому сьогодні для України важливо визначитися з ключовими моментами удосконалення грошово-кредитного регулювання.

У світовій практиці існує певний досвід щодо вибору моделей грошово-кредитного регулювання. У зв'язку з цим важливим є його врахування при формуванні та реалізації певного режиму в нашій країні. На думку деяких економістів, найбільш оптимальним монетарним устроєм для вітчизняної економіки буде такий, який з максимальним ефектом "...забезпечить досягнення основної мети грошово-кредитної політики та стане міцним підґрунтям для посилення зростаючих тенденцій у всіх галузях і секторах національної економіки" [79, с. 34].

Досліджуючи існуючі режими монетарного устрою, доцільно зазначити, що найбільш ефективною концепцією, яку, до речі, підтверджує і світовий досвід, є таргетування. До режимів грошово-кредитної політики більшість вчених відносять таргетування обмінного курсу, таргетування грошових агрегатів і таргетування інфляції [66].

Відповідно до трактувань ортодоксального монетаризму, таргетування є методом регулювання, який спрямований на забезпечення

стабільного зростання грошової маси без прив'язки до кон'юнктурних коливань, що сприяє створенню адекватних умов для врівноваження економічного зростання. При цьому таргетування являє собою проголошення центральним банком країни завдання щодо фіксації та підтримки в межах певного рівня одного з основних макроекономічних показників держави протягом конкретного періоду часу [69, с. 27].

Для досягнення стратегічної мети грошово-кредитної політики центральний банк повинен мати в своєму розпорядженні систему засобів, що дозволяють забезпечити стабільне функціонування грошово-кредитної сфери при різноманітних сценаріях економічного розвитку. Водночас набір і система застосування грошово-кредитних засобів мають забезпечувати центральному банку можливість формувати сукупну пропозицію грошей на довгострокову перспективу. На цій підставі центральний банк повинен мати у своєму розпорядженні арсенал засобів як для зменшення надмірної ліквідності, так і для надання грошових коштів фінансово-кредитним інституціям.

У сучасних умовах центральний банк має продовжувати цілеспрямоване формування вдосконаленої системи засобів грошово-кредитної політики. Тому необхідно активно використовувати відповідні ринкові засоби, які передбачають поєднання операцій по короткостроковому наданню ліквідності банкам із застосуванням відповідних механізмів середньо- і довгострокової стерилізації тимчасово вільних грошових коштів.

На думку деяких науковців, сьогодні найбільш оптимальним для стимулювання економічного зростання в Україні є подальше підтримання стратегії напруженості на валютний курс, до чого спонукають висока чутливість макроекономічних зрушень до кризових ситуацій всередині країни, значна залежність динаміки основних показників вітчизняної економіки від зовнішніх факторів, недостатня стабільність основних макроекономічних показників, а також високий рівень доларизації економіки [79, с. 36-37].

Для успішного досягнення проміжних цілей за допомогою фіксованого обмінного курсу необхідна наявність достатнього обсягу валютних резервів, сувора фіскальна дисципліна та незалежність грошово-кредитної політики. В іншому випадку політика фіксованого курсу буде неприйнятною, і альтернативою може стати таргетування грошових агрегатів.

Досліджуючи грошово-кредитні та фіскальні чинники інфляційних процесів в Україні, необхідно визнати, що саме вони є найсуттєвішою загрозою грошовій стабільності, навіть не самі по собі, а в системі державної політики досягнення певної мети. У періоди, коли економіка

знаходиться під впливом шоків у сфері попиту, центральні банки, як правило, провокують певне зростання цін з метою пом'якшення спаду виробництва.

У моменти кульмінації економічного розвитку (коли економіка переживає перегрів або спад) грошово-кредитні важелі значною мірою орієнтуються на превентивні заходи щодо підвищення рівня інфляції та надмірного розширення виробництва або спрямовані на зростання витрат без прискорення темпів інфляції. У даному контексті доречно зазначити, що для активізації такої діяльності слід використовувати ортодоксальні принципи, правила та засоби грошово-кредитної політики, які передбачають оперативне реагування на будь-які зміни як у внутрішньому, так і зовнішньому середовищі з метою додержання запланованого рівня інфляції, а також припускають певну дискретність дій (мається на увазі ретельний аналіз кожної окремої ситуації, на підставі чого приймаються рішення стосовно використання того чи іншого фінансового інструмента) з боку регулюючого та контролюючого органу.

Ефективне зниження інфляції залежить не тільки від обмеження грошової пропозиції, а й від усунення ринкових диспропорцій. В умовах перманентного зростання цін центральні банки мають посилити грошово-кредитну політику з метою призупинення негативного інфляційного впливу на виробничу активність. На практиці зазначений підхід вже цілком виправдав себе. Виходячи з цього, слід зазначити, що жодна з існуючих поточних цілей не є універсальною, тому що один і той же засіб на певних інтервалах часу може проявляти свою дієвість по-різному. У процесі реалізації завдань грошово-кредитної політики центральним банком нашої країни систематично мають здійснюватися моніторинг і контролінг за рядом макроекономічних параметрів, включаючи аналіз динаміки та структури останніх.

Основними грошово-кредитними орієнтирами повинні бути індекс інфляції, обсяг грошової маси в обігу, розмір монетарної бази, рівень номінального й реального обсягу виробництва, загальні обсяги внутрішнього кредиту, розмір бюджетного дефіциту, стан платіжного балансу, обмінні курси валют. У даному зв'язку необхідно підкреслити, що саме поточні завдання створюють те поле для сканування (від англ. *scan* – уважне та докладне вивчення, ретельний розгляд), за допомогою якого інструменти монетарного менеджменту можуть найбільш ефективним чином впливати на економіку в умовах превалювання тієї чи іншої конкретної ситуації.

Отже, для забезпечення цінової стабільності важливим, на наш погляд, є використання комплексного підходу, який передбачає цілісне

дослідження та розумне комбінування відповідних засобів грошово-кредитного регулювання з немонетарними важелями впливу на грошову стабілізацію через встановлення адекватних фіскальних орієнтирів у вигляді нульової дефіцитності бюджету, поступового зменшення податкового пресингу. У свою чергу, це сприятиме не тільки досягненню цінової стабільності, зміцнить довіру населення до вітчизняної банківської системи, підвищить рівень монетизації економіки, а й провокуватиме детінізацію останньої, створить передумови для ефективного функціонування суб'єктів господарювання в умовах реалізації загальнодержавної економічної стратегії.

На думку деяких вчених, особливого значення на сьогоднішній день набуває проблема лага в діях грошово-кредитних органів відносно змін в економічній системі. Ряд авторів, які аналізують ці процеси, вважають терміни тільки у два-три роки достатніми для повноцінного впливу грошово-кредитного регулювання на рівень цін. При цьому коректування грошової маси, відповідно до встановленого рівня цін, а також його вплив на економіку в цілому може відбитися тільки тоді, коли економічна ситуація вже відійде достатньо далеко від стану первинної рівноваги [89; 96].

Для впровадження на практиці ключових напрямів грошово-кредитної політики регулюючі органи повинні враховувати конкретні умови розвитку економіки та контролювати цілий ряд параметрів економічної системи:

- обсяги грошової маси;
- розміри внутрішнього кредиту;
- структуру та тенденції зміни рівня номінального і реального обсягів виробництва;
- зміни індексів цін;
- фактори бюджетно-податкової політики;
- показники торговельного та платіжного балансу;
- обмінні курси валют.

Вибір регулюючими грошово-кредитними органами конкретного тактичного завдання фактично визначає пропозицію грошей в економіці. У даному випадку можуть ставитися такі цілі: фіксована кількість грошей в обігу, чітко визначена норма відсотка, а також різноманітні проміжні варіанти між двома наведеними вище позиціями.

Отже, за допомогою цих цілей грошово-кредитні інструменти будуть максимально ефективними стосовно впливу на ту чи іншу економічну ситуацію. Механізм реалізації тактичних цілей полягає у регулюванні через фінансово-кредитну систему основних економічних змінних:

- управління грошовою масою;
- валютним курсом;

- встановлення облікової ставки;
- мінімальних резервних вимог;
- проведення операцій рефінансування.

Це у свою чергу забезпечує досягнення проміжних грошово-кредитних цілей. Характерною рисою тактичних завдань є їх короткостроковість та оперативність дії, які багато в чому залежать від свободи використання центральним банком тих чи інших грошово-кредитних засобів.

Систематизуючи та узагальнюючи існуючі класифікації грошово-кредитних інструментів, методів і важелів, доцільно сформувати класифікаційну систему засобів грошово-кредитного регулювання. За характером впливу на економічні процеси слід розрізняти прямі (адміністративні) та непрямі (економічні) засоби грошово-кредитного регулювання. При цьому прямі засоби дозволяють безпосередньо впливати на відповідні об'єкти грошово-кредитного управління та характерні, як правило, для країн з слаборозвиненою або транзитивною економікою (рис. 1.2).

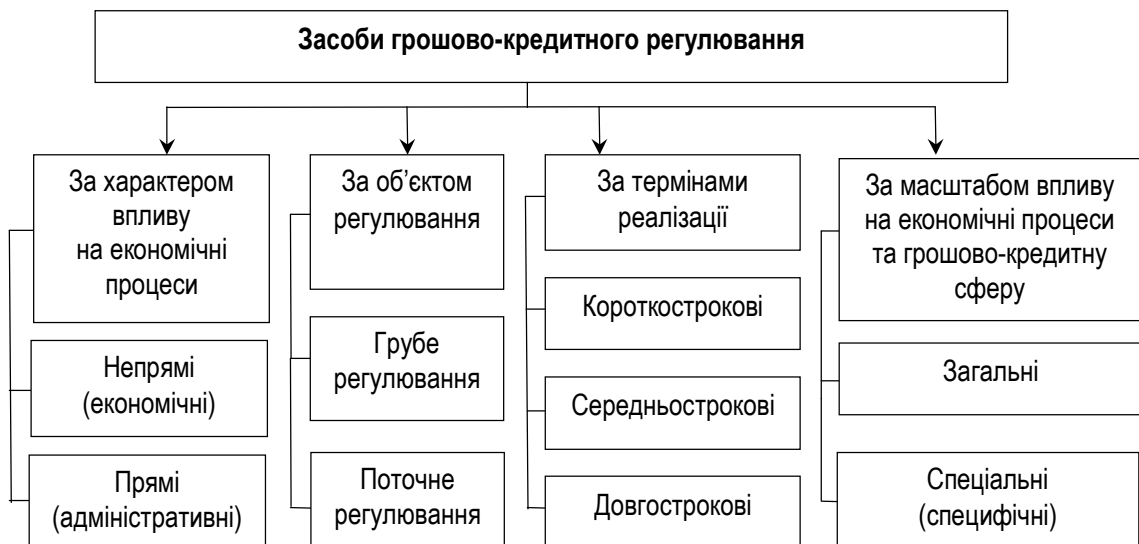


Рис. 1.2. Класифікаційна система засобів грошово-кредитного регулювання

Вони приймають форму директив, що орієнтовані на обмеження тих чи інших напрямів діяльності фінансово-кредитних інституцій. На думку багатьох вчених, прямі засоби грошово-кредитного регулювання в сучасних умовах є недостатньо ефективними, хоча вони продовжують використовуватися в значній кількості країн. Це насамперед пояснюється дешевизною їх реалізації.

У ринковій економіці спостерігається превалювання непрямих засобів грошово-кредитного регулювання, причому до прямих методів

в економічній системі ринкового типу доцільно відносити регулювання кредитних операцій за допомогою процентної політики центрального банку. Непрямі засоби грошово-кредитної політики характерні для країн з розвиненими ринковими відносинами і передбачають використання таких заходів:

- гнучкої процентної політики;
- валютних інтервенцій;
- операцій на відкритому ринку як грошово-кредитних інструментів.

Вони впливають на тактичні грошово-кредитні завдання побічно (через зміну ринкової кон'юнктури). Разом з тим у сучасних умовах спостерігається комбінування прямих і непрямих засобів грошово-кредитної політики.

Залежно від термінів реалізації засоби грошово-кредитного регулювання необхідно поділяти на коротко-, середньо- та довгострокові. Дія короткострокових засобів відчувається протягом одного року. Впровадження середньострокових засобів може спостерігатися терміном від одного до п'яти років, а довгострокових – більше п'яти років.

За масштабом впливу на економічні процеси та сферу грошово-кредитного обігу слід виділяти загальні та специфічні (спеціальні) засоби грошово-кредитної політики. У даному контексті слід відмітити, що перша група стосується всіх без винятку суб'єктів господарювання через встановлення, наприклад, єдиної облікової ставки, а друга – передбачає диференційоване використання певних об'єктів управління (диференціація процентних ставок чи норм обов'язкових резервів).

Ряд вчених вважають базові та додаткові ключовими методами у грошово-кредитному регулюванні. При цьому базові методи використовуються в більшості країн і формують основні напрями грошово-кредитної політики, ефективно впливаючи на економічні процеси. Прикладом зазначеної групи методів можуть бути операції на відкритому ринку [95].

Додаткові або другорядні методи, як правило, доповнюють базові. Їх дія може не мати чітко вираженого ефекту. Наприклад, депозитні операції – це результат дії базових методів грошово-кредитної політики (рефінансування). Іноді додаткові методи відображають національні особливості грошового обігу та кредиту.

Необхідно зазначити, що наведена вище класифікаційна система засобів грошово-кредитного регулювання є умовною, тому що на реалізацію відповідного грошово-кредитного засобу впливають такі фактори:

- загальноекономічний рівень розвитку країни;
- реакція суб'єктів господарювання на використання того чи іншого засобу грошово-кредитного впливу на економічні процеси;

- загальне ставлення населення країни до грошово-кредитної політики центрального банку в цілому.

Разом з тим деякі засоби в окремих державах не використовуються, проте застосовуються специфічні національні інструменти: наприклад, емісія облігацій внутрішньої державної позики в Україні чи облігацій Центрального банку в Росії.

У ході грошово-кредитної політики регулюється, головним чином, попит на гроші або пропозиція грошей (грошова маса). Для першої складовою характерним є управління ціною грошей або короткостроковими процентними ставками. Однак більш контрольованим є процес управління пропозицією грошей внаслідок того, що центральний банк володіє монополією на наявну грошову емісію та безготівкові кошти порівняно з банками другого рівня.

Управління грошовим обігом як свідомо підтримувана пропорційність в організації грошових відносин передбачає такі позиції і передумови:

- знання об'єктивних основ функціонування цих відносин;
- дослідження системи економічних законів ринкової форми господарювання;
- аналіз системи стійких причинно-наслідкових зв'язків між вартістю товарів і грошей;
- дослідження взаємозв'язку між номінальною та ринковою вартістю сукупного суспільного продукту;
- аналіз кількості грошей в обігу та купівельної спроможності грошової одиниці.

Останнє є обов'язковою умовою збереження за грішми усіх функцій і їх значення як фактора активного впливу на відтворювальний процес. Узгодження дій суб'єктів господарювання з вимогами економічних законів є базисом реалізації принципу науковості управління грошовим обігом і є можливістю трансформації у фактор ефективного впливу грошових відносин на економічний розвиток суспільства, якісним критерієм якого є економічне зростання, враховуючи стійкість його темпів.

Дотримуючись тверджень сучасних монетаристів, 4-відсотковий приріст грошової маси в обігу може прискорити процес виробництва, стимулюючи вкладання грошей, що знецінилися, у вигідну справу. Однак на стадії стагнації економіки закордонний досвід застосовує інші рецепти – більш жорсткого управління грошовою масою та більш чіткого цільового використання її у виробничих підрозділах.

Тому в теорії та практиці вітчизняного управління грошовим обігом краще керуватися своїми власними проблемами – необхідністю прискорення економічного зростання, зниження безробіття та підвищення життєвого рівня населення.

Пропозиція грошей найчастіше визначається центральним банком через регулювання кількості грошей – агрегатів грошової маси або в основному грошової бази (компонентів грошової бази). Одночасно грошово-кредитна політика реалізується за допомогою набору стандартних інструментів, які використовуються в різному поєднанні у всіх країнах світу.

Основні економічні засоби та методи грошово-кредитної політики визначені у ст. 25 Закону України “Про Національний банк України”. При цьому до них слід віднести такі: визначення та регулювання норм обов’язкових резервів для банків та інших фінансово-кредитних установ; процентну політику; рефінансування комерційних банків; управління золотовалютними резервами; операції з цінними паперами на відкритому ринку, а також регулювання імпорту та експорту капіталу [87, с. 33].

Центральний банк країни регулює та контролює пропозицію грошей через використання відповідних засобів впливу на грошову масу. Повертаючись до зарубіжного досвіду використання засобів грошово-кредитного регулювання, доцільно відмітити, що в світовій практиці інструмент обов’язкових резервних вимог застосовується досить рідко, на відміну від українського досвіду, де протягом року можуть змінитися декілька разів нормативи обов’язкового резервування.

В європейських країнах резервні вимоги вводилися з метою управління ліквідністю банківської системи. Хоча в сучасних умовах ставиться дещо трансформована і більш конкретна мета – використання обов’язкових резервів для грошово-кредитного регулювання довгострокових проблем стабілізації грошового обігу та стримування темпів інфляції [70].

На використання такого грошово-кредитного інструмента, як встановлення обов’язкових резервних вимог, впливають як загальноекономічні (загальноекономічна ситуація в країні), так і конкретні економічні чинники (наявність та особливості застосування інших засобів грошово-кредитного регулювання, які можуть впливати на процеси в національній економіці).

Якщо проаналізувати проведення процентної політики центральними банками передових держав, то, безумовно, слід констатувати, що облікові ставки в цих країнах змінюються дуже рідко порівняно з Україною. По суті, облікова ставка – це фактично орієнтир і та ціна, за якою центральні банки продають банкам другого рівня кредити. Підвищення облікової ставки робить кредити дорожчими. І, навпаки, її зниження провокує здешевлення кредитів. Іншими словами, за зниженою відсотковою ставкою відбувається дешевша купівля банками другого рівня у центрального банку кредитів.

Зміна облікової ставки зумовлює зміну обсягів попиту та пропозиції на кредитні ресурси. Оскільки від розмірів кредитування значною мірою залежить економічна активність, то й маніпулювання з боку центрального банку обліковою ставкою є також одним з інструментів регулювання не тільки грошово-кредитної сфери, а й загальноекономічної кон'юнктури [61].

У сучасних умовах операції на відкритому ринку є ефективним грошово-кредитним засобом впливу центрального банку на національну економіку (особливо за кордоном). Регулювання економічних процесів за допомогою операцій на відкритому ринку полягає в тому, що центральний банк здійснює купівлю або продаж цінних паперів (переважно – державних), які мають високу ліквідність, користуються значним попитом, і таким чином впливає на розміри грошової маси. Одночасно за їх допомогою центральний банк емітує або, навпаки, зменшує розміри грошової маси.

Банк Франції основним об'єктом проведення грошово-кредитних операцій вважає цінні папери. У даному контексті слід відмітити, що у Франції взагалі не проводяться операції рефінансування в чистому вигляді: навіть залучення коштів відбувається за допомогою цінних паперів, чого не можна стверджувати відносно нашої країни.

Досвід України свідчить про спроби уряду в цілому та центрального банку зокрема активізувати останнім часом операції з цінними паперами. Нагадаємо, ринок державних цінних паперів у нашій країні почав функціонувати відносно недавно (1995 рік), і операції на ньому не користувалися значним попитом внаслідок багатьох чинників:

- недорозвиненості та непривабливості фондового ринку для інвесторів;
- небажання юридичних осіб вкладати кошти в цінні папери через недовіру до уряду;
- неможливість фізичних осіб придбати цінні папери, що слід пов'язувати з низьким рівнем доходів населення.

Ще одним специфічним інструментом із застосування цінних паперів став депозитний сертифікат Національного банку України, який було запроваджено в 1997 році.

Положення про механізми рефінансування банків України усунуло відмінності між операціями рефінансування й операціями на відкритому ринку: у документі визначено, що рефінансування банків шляхом операцій на відкритому ринку, надання стабілізаційного кредиту, операції купівлі (продажу) державних цінних паперів на відкритому ринку є механізмами рефінансування банків [83]. Це означає намагання Національного банку України не тільки перейняти теорію світового досвіду, але й використати її у своїй практиці.

Важливим напрямком грошово-кредитної політики є проведення Національним банком України політики підтримки стабільності реального ефективного обмінного курсу. Останній має враховувати динаміку співвідношення купівельної спроможності національної валюти до іноземних валют країн – торговельних партнерів. За механізмом впливу на цінність національної грошової одиниці, близьким до операцій на відкритому ринку, є проведення центральним банком країни валютних інтервенцій, які являють собою купівлю-продаж іноземної валюти центральним банком з метою підтримки стабільності національних грошей.

Таким чином, досліджуючи проблему засобів грошово-кредитного регулювання економіки, слід виходити насамперед з постулатів системного аналізу, відповідно до яких грошово-кредитне регулювання необхідно розглядати як систему заходів у галузі грошового обігу та кредиту, спрямованих на регулювання процентної ставки, норм обов'язкового резервування, проведення операцій з цінними паперами на відкритому ринку, рефінансування банків, а також управління золотовалютними резервами, регулювання імпорту та експорту капіталу з метою забезпечення сталого економічного зростання, зниження рівня безробіття, забезпечення ефективної зайнятості, врівноваження платіжного балансу та зменшення інфляційних процесів.

Водночас доцільно відмітити, що вдало встановлені грошово-кредитні орієнтири сприятимуть підвищенню ефективності функціонування банківської системи та створюватимуть належні передумови для збільшення реальних доходів населення. Це також має враховуватися Національним банком України під час формування та реалізації ключових стратегічних цілей грошово-кредитної політики.

Отже, грошово-кредитні інструменти у структурі засобів грошово-кредитного регулювання є одиничною категорією, а методи та важелі – загальними поняттями. Методи грошово-кредитного регулювання, як правило, об'єднують декілька грошово-кредитних інструментів, а важелі грошово-кредитного регулювання передбачають синергетичне комбінування на практиці як грошово-кредитних інструментів, так і методів.

1.2. КЕЙНСІАНСЬКІ ТА МОНЕТАРИСТСЬКІ КОНЦЕПЦІЇ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ

Гроші є елементом системи економічних відносин. За принципами організації органічних систем, а саме такою є економічна система, елементи системи, їх форма та характер функціонування визначаються самою системою [110, с. 264-265]. Тобто елементи системи є ендогенними щодо неї, що і є умовою рівноваги цієї системи. Але з грошима

не все так однозначно. З одного боку, вони породжуються системою економічних відносин товарного виробництва, з іншого – імітуються зовнішнім інститутом стосовно економічної системи. Необхідно зауважити, що це стосується не тільки паперових грошей, але й повноцінних металевих грошей. Ця неоднозначність місця та ролі грошей в економічній системі знайшла своє відображення в існуванні в науковій літературі широкого спектра точок зору з даного питання, деякі з яких є кардинально протилежними один одному. Американський економіст Р. Клакер так писав з цього приводу: “Стандартні підручники з грошей і банківської справи створюють оманливе враження авторитетності завершеної теорії. У дійсності сьогодні теорія грошей належить до найменш узгоджених сфер економічного знання...” [147, с. 7].

Намагання визначити сутність грошей, виявити їх фундаментальні властивості, причини появи та їх місця і ролі в системі відтворення проходить червоною ниткою через всю багатовікову історію економічної думки. Але, незважаючи на велику кількість досліджень у даній сфері, проблеми теорії грошей залишаються каменем спотикання в економічній теорії. Тому не дивно, що науковці знову і знову повертаються до питань теорії в пошуках розгадки грошового феномену. Зміщення акцентів в останній час у бік дослідження фундаментальних питань теорії грошей є доказом того, що істина ще не встановлена [22, с. 51-58].

Фундаментальними питаннями теорії грошей, які необхідно визначити, є:

- нейтральні чи не нейтральні гроші щодо реальних показників функціонування економіки;
- екзогенний чи ендогенний характер формування грошової пропозиції стосовно процесу відтворення;
- у разі екзогенності грошової пропозиції необхідно виявити, наскільки державні інститути монетарного регулювання за допомогою наявних у їх розпорядженні інструментів спроможні визначити абсолютні значення попиту на гроші і утримувати грошову пропозицію на заданому рівні.

Нейтральність грошей, на нашу думку, необхідно розглядати не тільки як відсутність зростання реальних показників функціонування економіки в результаті збільшення грошової пропозиції у довгостроковому періоді (саме так пояснює нейтральність грошей кількісна теорія), але і як відсутність негативного впливу диспропорцій грошового обігу на економічні та соціальні процеси як у короткостроковому, так і в довгостроковому періодах. Адже усіма визнано, що інфляція, як вияв розбалансування грошового обігу, характеризується не тільки зростанням цін, але й при певних рівнях (понад 50 % річних) спричиняє

кризові явища у цілому в економіці [46, с. 159]. Наявність зв'язку між кількістю грошей і реальним ВВП свідчить про не нейтральність грошей, яка у свою чергу означає, що зміни у грошовій пропозиції можливо використовувати в державному регулюванні макроекономічними процесами. За умов нейтральності грошей маніпулювання грошовою масою задля впливу на економіку є безперспективним.

Нейтральність грошей передбачає їх ендогенність. Фактично ці положення взаємопов'язані, адже ендогенність грошей означає, що пропозиція грошей буде дорівнювати попиту на них. Збалансованість попиту і пропозиції грошей унеможливорює виникнення грошових криз, а відповідно, і тих негативних наслідків, які виникають у результаті даних криз. І тільки за таких умов гроші можна вважати нейтральними.

Потреба національного господарства в грошах, що визначається сумою цін реалізованих товарів, швидкістю обігу грошей, розвитком і характером кредиту, очікуваннями господарюючих суб'єктів, автономно змінюється. Потреба в грошах то збільшується, то зменшується.

Ринкове господарство вимагає стабільного грошового обігу. Головною умовою цієї стабільності є відносна постійність вартості грошової одиниці. Мова йде тільки про відносну постійність вартості грошей, оскільки який би товар не виконував роль загального еквівалента, вартість його змінюється. Стабільність грошової системи вимагає, щоб грошова пропозиція була максимально еластичною. Під еластичністю грошової пропозиції слід мати на увазі її здатність автоматично розширюватися або стискатися (звужуватись) залежно від потреб національного господарства в грошах. Процес відтворення порушується як від нестачі, так і від надлишку грошей. Необхідною умовою еластичності грошової пропозиції є її ендогенність стосовно економічної системи; у випадку екзогенності грошової пропозиції вона втрачає здатність до еластичності, що і створює потенційну можливість для виникнення проблем грошового обігу.

Таким чином, основні вимоги, пред'явлені ринком до його грошової системи, такі:

- в обігу повинен знаходитись один вид грошових засобів;
- грошова одиниця повинна мати відносну стабільність вартості;
- грошовий обіг має бути еластичним.

Сучасна монетарна політика, що проводиться більшістю країн світу, спирається на постулат монетаризму, який стверджує, що грошова пропозиція та попит на гроші формуються різними чинниками, а саме: попит – ендогенними чинниками економічної системи, а пропозиція – екзогенними, автономними; що попит не діє на пропозицію, а пропозиція – на попит, крім того, попит вважається стабільним.

Грошово-кредитна політика, розроблена Національним банком у взаємодії з урядом, спрямована на зниження інфляції, досягнення фінансової стабілізації, створення на цій основі сприятливих умов для здійснення позитивних структурних зрушень в економіці, розв'язання низки соціальних проблем. У щорічних програмах економічного та соціального розвитку України, починаючи з 2000 року, зазначається, що основним завданням грошово-кредитної політики є підтримка досягнутої за попередній період економічної стабільності з урахуванням необхідного забезпечення національної економіки платіжними засобами та кредитними ресурсами.

У науковій літературі існують два концептуальні підходи до визначення суті та напрямів монетарної політики. Згідно з першим – темпи зміни обсягів грошової маси є визначальним фактором стабілізації цін, збалансованості бюджету, попиту і пропозиції в цілому. Він спирається, по-перше, на негативний досвід радянського періоду, коли наприкінці 90-х років ХХ ст. було суттєво послаблено контроль за грошовим обігом, а грошова маса не узгоджувалась з динамікою цін, що призводило до граничної дефіцитності на товарних ринках, а по-друге, на теоретичні установки сучасного монетаризму, які вимагають жорсткого регулювання грошової маси. Фактично вказаний підхід означає здійснення обмежувальної політики, зокрема незначне збільшення пропозиції грошей поряд з встановленням високого рівня облікової ставки та процентних ставок за кредитами комерційних банків.

Другий підхід полягає у твердженні, що гроші і кредит як активні фактори стимулювання господарського обороту, поповнення оборотних коштів підприємств та організацій потребують більш вільного і цілеспрямованого розширення пропозиції грошей. Навпаки, звуження грошової маси спричиняє стагнацію обороту матеріальних цінностей та всього платіжного обороту.

Треба зазначити, що як обмежувальна, так і протилежна їй експансивна версія досі не мають достатніх наукових обґрунтувань, відповідного категоріального апарата стосовно економіки трансформаційного характеру. Пряме накладання західної монетарної теорії на українську практику неможливе внаслідок особливостей перехідного стану економіки. У реальній дійсності монетарне регулювання відбувалось спонтанно, під впливом мінливих макроекономічних обставин, особливостей інфляційних процесів, несистемних порад і вимог Міжнародного валютного фонду.

До недавнього часу у вітчизняній економічній науці проблемі грошово-кредитної політики надавалась другорядна роль, проте із ро-

ку в рік із застосуванням ринкових механізмів регулювання економіки держави її роль посилюється. Це спричинило до необхідності вивчення західних концепцій використання грошово-кредитної політики, їх адаптації до економічних процесів в Україні.

Теорію грошей, відповідно до якої й проводиться в державі грошово-кредитна політика, умовно можна об'єднати навколо двох провідних напрямків: абстрактної та прикладної теорій грошей.

Прихильники абстрактної теорії грошей прагнули знайти вичерпну відповідь на питання, що пов'язані з виявленням суті і внутрішньої природи та форми грошей.

Прихильники прикладної теорії грошей не зосереджували увагу на з'ясуванні природи грошей. Вони досліджували реальний механізм впливу грошового фактора на економіку, яким має бути його використання державою в її економічній і грошово-кредитній політиці [29]. До прагматичних теорій грошей можна віднести кейнсіанську та монетаристську теорії грошей, що домінують в економічній науці в ХХ столітті.

На Заході у середині 30-х років ХХ ст. бере свій початок напрямок у теорії грошей – теорія переваг ліквідності. Основоположником вважається економіст, засновник сучасної макроекономічної теорії Джон Мейнард Кейнс. Основи теорії грошей закладені в його наукових працях, насамперед у роботі “Загальна теорія зайнятості, відсотка та грошей” [48]. У книзі він уперше піддав конструктивній критиці класичну теорію макроекономічного регулювання, що панувала доти. На противагу класичній теорії ринкового саморегулювання і державного невтручання в економіку він запропонував альтернативну макроекономічну теорію, в основі якої лежить державне регулювання економіки. Це явище отримало в науці назву – кейнсіанська революція. На відміну від класиків, прихильники кейнсіанської теорії відстоюють думку, що ринковий механізм самостійно не може гарантувати досягнення в економіці повної зайнятості. Повна зайнятість за рахунок лише ринкових регуляторів – це не закономірність, а випадковість. На підтвердження цього положення кейнсіанці висувають кілька аргументів:

1. Кейнсіанською теорією відкидається положення про те, що процентна ставка гарантує забезпечення рівноваги між заощадженнями та інвестиціями, оскільки власники заощаджень та інвестори – це зовсім різні економічні групи, які в процесі прийняття рішень керуються неоднаковими мотивами. При цьому процентна ставка не відіграє ролі єдиною чинника. Крім неї, на рівень заощаджень впливають також інші фактори, які не відображають прагнення людей одержувати доходи від заощаджень. Досить часто заощадження здійснюються для вирішення інших проблем: 1) з метою накопичення грошей для здійснення

великих закупок, вартість яких перевищує розмір поточних доходів; 2) для створення резерву грошових засобів з метою здійснення непередбачених витрат, пов'язаних з лікуванням, безробіттям тощо; 3) з метою нагромадження грошей, щоб задовольнити майбутні потреби, наприклад, для сплати витрат за навчання.

2. Процентна ставка не є єдиним чинником і при вирішенні питання про необхідність інвестування. На думку кейнсіанців, важливим фактором, який визначає величину інвестицій, є також норма чистого прибутку, очікуваного від інвестування.

3. Кейнсіанці вважають уявлення класиків про роль поточних заощаджень як джерела інвестицій надмірно спрощеними, оскільки вони не враховують інші джерела. На їхню думку, крім поточних заощаджень, на грошовому ринку існують два інші джерела інвестицій: 1) готівкові заощадження, тобто населення зберігає гроші не лише в банківській системі, а й у готівковій формі на руках; 2) кредитні установи, які здатні мультиплікативно примножувати заощаджені гроші, внаслідок чого величина інвестицій може перевищити заощадження.

4. Кейнсіанці ставлять під сумнів класичне положення про високу еластичність цін і заробітної плати, особливо в бік зниження останньої при зменшенні сукупного попиту. Це пояснюється двома обставинами. По-перше, наявність монополій, які стримують зниження цін, і профспілок, які стримують зменшення заробітної плати, що перешкоджає адекватному зниженню цін і заробітної плати в короткостроковому періоді і протидіє відновленню сукупної пропозиції на рівні потенційного ВВП. По-друге, якщо навіть припустити можливість зниження заробітної плати внаслідок падіння сукупного попиту і попиту на ринку праці, то це не викличе зростання сукупного доходу працюючих і тому не забезпечить відновлення їхнього попиту на рівні потенційного ВВП.

5. При визначенні об'єктів державного впливу на економіку кейнсіанці виходять із того, що головною причиною спаду виробництва є недостатність сукупного попиту. На їхню думку, відставання сукупного попиту від сукупної пропозиції породжують два головні фактори: психологія споживачів, тобто домашніх господарств – зі збільшенням їхнього доходу зменшується та його частка, яка йде на споживання, і збільшується та, яка спрямовується на заощадження. Така тенденція в розподілі зростаючого доходу дістала назву “основний психологічний закон” Кейнса, згідно з яким зі збільшенням доходу домашніх господарств їхня гранична схильність до споживання зменшується, а гранична схильність до заощаджень збільшується. Внаслідок цього споживання відстає від виробництва, що викликає спад виробництва.

6. Зниження ефективності капіталу. Зі збільшенням обсягів нагромадження капіталу норма прибутку зменшується відповідно до закону спадної продуктивності капіталу. Ця тенденція обумовлюється зниженням можливостей реалізувати вироблені продукти за достатньо високими цінами внаслідок зменшення граничної схильності до споживання. Отже, зменшення граничної схильності до споживання знижує інвестиційний попит як компонент сукупного попиту.

Таким чином, згідно з кейнсіанською теорією, не пропозиція створює попит, а навпаки, попит створює власну пропозицію. Тому головним об'єктом державного втручання в економіку повинен бути сукупний попит, який у кейнсіанській теорії отримав назву "ефективний попит". Звідси кейнсіанці пропонують два методи активізації і стимулювання сукупного попиту:

- за рахунок збільшення державних закупок або зниження податків;
- за рахунок зниження процентних ставок за кредит, що підвищить "граничну ефективність капіталу" та збільшить інвестиції приватного сектора економіки. Розглядаючи роль фіскальних і грошово-кредитних інструментів у стимулюванні сукупного попиту, кейнсіанці віддають перевагу першим. Це пояснюється тим, що під час спаду виробництва інвестиції слабо реагують на зниження процентної ставки. Отже, за цих умов грошово-кредитна політика є неефективною. Тому головну увагу слід приділяти не зниженню процентної ставки, а фіскальній політиці на основі збільшення державних інвестицій, надання пільгових кредитів тощо.

Визначивши роль грошей в економіці як важливого елемента, Д. Кейнс сформулював такий теоретичний висновок: оскільки через гроші виражаються всі головні економічні результати та оцінки, сподівання і настрої економічних агентів, то з їх допомогою можливо цілеспрямовано впливати на реальні економічні процеси. Тоді такі показники ринкового господарства, як маса грошей в обігу, норма відсотка, активні операції бюджету і банківської системи, емісійна діяльність центрального банку тощо можуть стати важливими інструментами державного економічного регулювання. Початковим положенням його теорії є висновок про те, що довгострокове співвідношення між обсягами національного доходу і кількістю грошей залежить від уподобань ліквідності, тоді як динаміка цін перебуває, залежно від співвідношення, в темпах зростання одиниці витрат і продуктивності виробничих факторів. Отже, заходи грошово-кредитної політики в довгостроковому періоді впливають на зміни реального обсягу виробництва, тоді як стосовно цін названі заходи є нейтральними. У короткостроковому періоді зміни у грошово-кредитній політиці центрального банку можуть впливати на ціни, а отже, її використання є доцільним при загостренні

інфляції. Але основне призначення монетарної політики – стимулювати економічне зростання.

Для наочності процесу взаємодії всіх параметрів економічної системи Дж. Кейнс спочатку спростив досліджувану модель, прийнявши, по-перше, що всі фактори виробництва, які формують його витрати, змінюються в однакових пропорціях з грошовими доходами населення, по-друге, всі ресурси однорідні та взаємозамінні, а також відсутні виняткові фактори, дія яких не враховується. Тоді механізм взаємодії параметрів гроші – ефективний попит – зайнятість – продукт виглядає досить просто: зайнятість буде зростати у такій самій пропорції, як і збільшення ефективного попиту, який є результатом збільшення кількості грошей.

Вивчаючи пряму пропорційну залежність між попитом і виробництвом (зайнятістю) від кількості грошей в обігу, Дж. Кейнс виходить з того, що економіка повинна мати не тільки ідеальну систему зворотних зв'язків, але, більш того, ідеальну виробничу організацію, яка спроможна відразу відновити порушену рівновагу між грошовими і фізичними параметрами економіки. Тоді природно, що будь-яке додаткове збільшення грошової маси виявляється у збільшенні грошових доходів населення, це автоматично спричинить підвищення ефективного попиту, потім зайнятості і, нарешті, реальних доходів, що і встановить у системі колишню рівновагу. Але якщо всі ресурси економіки задіяні, то система набуває стовідсоткової жорсткості, при якій будь-яке збільшення грошової маси зможе викликати тільки збільшення цін, не впливаючи на реальні обсяги виробництва. “Поки існує безробіття, зайнятість буде зростати пропорційно до зростання кількості грошей; коли ж досягнута повна зайнятість, ціни будуть змінюватися пропорційно кількості грошей” [48, с. 295-296].

Наближаючи свою модель до реальної економіки, Дж. Кейнс детально досліджує фактори, котрі заважають економіці швидко реагувати на зростання кількості грошей, і доходить висновку, що в реальній економіці найбільш типовою є ситуація, яка знаходиться посередині між тією, яку пропонує класична кількісна теорія грошей, а така реакція буде тільки в тому випадку, коли економічна система досягає найбільшої “жорсткості,” і тією, яка впливає із його теорії ефективного попиту, тобто збільшення ефективного попиту в реальності частково реалізується шляхом збільшення зайнятості ресурсів, а частково підвищенням загального рівня цін.

Залежно від того, в якому режимі функціонує економіка, Дж. Кейнс описує наступні можливі варіанти дії збільшення пропозиції грошей. Якщо економіка знаходиться в стані депресії, а кількість грошей буде

збільшуватись помірно, то взаємодія грошових і фізичних параметрів економіки найбільш сприятлива: “Невелике збільшення ефективного попиту лише незначною мірою підвищить ціни, але помітно збільшить зайнятість” [48, с. 300]. Якщо ж зміни кількості грошей будуть різкими і несподіваними, то новий ефективний попит вичерпає себе, особливо спочатку, на зростання цін, не забезпечивши відчутного приросту зайнятості, продукту, реального доходу. Саме в контексті цього положення Дж. Кейнс роз’яснює своє розуміння істинної справжньої інфляції, з одного боку, і передінфляційного або напівінфляційного стану економіки – з іншого.

Головна ідея вчення Дж. Кейнса полягає в тому, що збільшення кількості грошей в обігу доцільно до тієї межі, поки економіка у відповідь на випереджаюче зростання грошових ресурсів спроможна нарощувати обсяги зайнятості реальних виробничих ресурсів. За цією межею починається справжня інфляція, тобто будь-яке додаткове збільшення грошей здатне спричинити тільки зростання цін. Подібний стан економіки Дж. Кейнс вважає небажаним, але будь-які інші тенденції в даному напрямку він розглядав як безпечні для економіки і швидше стимулюючі, ніж депресивні. “Тільки у виняткових випадках збільшення кількості грошей буде супроводжуватися зменшенням розмірів сукупного ефективного попиту” [48, с. 229]. У зв’язку з цим він різко критикував спрощену точку зору, згідно з якою будь-яке збільшення кількості грошей в обігу і будь-яке зростання цін мають інфляційний характер. На його думку, зростання цін є безпосереднім супутником довгострокових періодів економічного зростання.

На основі теорії ефективного попиту формується модель “інфляційного розриву” кейнсіанської школи, найпростіший варіант якої передбачає, що гроші не мають суттєвого зв’язку з інфляцією, а причини зростання цін закладаються на ринку товарів, тоді як, виходячи з кількісної теорії грошей, ціни формуються у результаті взаємодії попиту і пропозиції грошей. Інфляційний розрив у даному випадку необхідно розуміти як надмірний попит за умов повної зайнятості виробничих ресурсів, і “цей інфляційний розрив і зумовлює зростання цін” [113, с. 598]. Отже, інфляційний розрив – це розбіжність темпів зростання грошової маси з темпами зростання цін, яка виникає за умов повної зайнятості в результаті перевищення попиту над пропозицією на товарному ринку. Підвищення попиту, на їх думку, може статися з різних причин, а не тільки в результаті збільшення грошової маси. Цими причинами можуть бути зменшення податків або збільшення трансфертних платежів, оптимістичні очікування господарюючих агентів, що призведе до збільшення інвестицій тощо. Нарешті, зростання грошової маси в комплексі з іншими причинами через ефект реальних касо-

вих залишків або ефект процентної ставки може зумовити зміщення інвестиційної або споживчої функції. Більш того, ця проста модель не передбачає, що підтримуюче зростання грошової маси є необхідною умовою інфляції.

На основі кейнсіанської теорії інфляції сформувалась теорія А. Філіпса, яка в 60-ті роки ХХ ст. стала основою для державного регулювання зайнятості та виробництва. А. Філіпс описав закон, котрий виявляє жорстку обернену залежність між безробіттям і заробітною платою: чим вищий рівень безробіття, тим менший приріст номінальної зарплати, а на основі даного висновку він встановив існування тісного зв'язку між заробітною платою і рівнем цін, що в результаті зумовлює таку залежність: чим нижчий рівень безробіття, тим вищий рівень інфляції. Дану залежність автор відобразив за допомогою кривої, яка в економічній теорії дістала назву “кривої Філіпса”.

Теорія А. Філіпса фактично підтверджує положення Дж. Кейнса, що додаткова емісія сприяє збільшенню сукупного попиту і, відповідно, стимулює економічне зростання.

Було б помилкою думати, що Дж. Кейнс і представники його школи зростання цін і інфляцію не вважали злом для економіки та її стабільності. Першочерговим завданням для державного регулювання, вважали представники даного напрямку, повинно бути забезпечення стабільності вартісних показників, в яких виражаються розміри заощаджень, а також “забезпечення стабільності цін за допомогою всіх засобів, наявних у їх розпорядженні [6, с. 114].

Кейнсіанська концепція стала теоретичним обґрунтуванням методів державного регулювання країн Заходу до 70-х років ХХ століття.

Основні положення, що відстоюються кейнсіанською теорією у сфері грошового обігу, такі:

Ринкова економіка є нестійкою системою, що має чимало внутрішніх недоліків. Тому держава повинна регулярно використовувати різні інструменти регулювання економіки, зокрема й грошово-кредитні. Ланцюжок причинно-наслідкових зв'язків у зміні пропозиції грошей і номінального ВВП такий: зміна грошової пропозиції є причиною зміни рівня процентної ставки, що, у свою чергу, зумовлює зміну в інвестиційному попиті і через мультиплікативний ефект – зміну в номінальному ВВП.

Основне теоретичне рівняння, на якому базується кейнсіанство:

$$Y = C + G + I \pm NX,$$

де Y – номінальний ВВП;
 C – споживчі витрати;
 G – державні витрати;

- I – приватні інвестиції;
 NX – чистий експорт.

Кейнсіанці відзначають, що чутливість номінального ВВП до зміни пропозиції грошей достатньо велика, а центральний банк при проведенні грошово-кредитної політики повинен володіти значним запасом економічної інформації (наприклад, про те, як позначиться на інвестиційному попиті зміна процентної ставки i , відповідно, як зміниться величина ВВП). Крім того, між приростом грошей в обігу, інвестиціями та наповненням ринку товарами і послугами існує певний часовий лаг. Зрештою, нарощування грошової пропозиції при незмінному попиті може завести економіку, крім іншого, в так звану “ліквідну пастку”: процентна ставка може знизитися до критичного рівня, що буде означати високу перевагу ліквідності. (Нагадаємо: низька процентна ставка свідчить про те, що цінні папери дорогі, отже, люди відмовляються від їх придбання і тримають заощадження у вигляді грошей). Якщо при цьому пропозиція грошей продовжує збільшуватися, то процентна ставка може вже не реагувати на це, оскільки нижче певного рівня вона не може опуститися. Якщо ж ставка не реагує на зміну грошової пропозиції, то розривається ланцюг причинно-наслідкових зв'язків між зростанням кількості грошей в обігу і номінальним ВВП.

Кейнсіанська теорія грошей – теорія переваг ліквідності – виділяє три мотиви, що спонукають людей зберігати частину грошей в готівці:

- трансакційний мотив (потреба в готівці для поточних угод);
- мотив обачності (заощадження певної суми готівки на випадок непередбачених ситуацій у майбутньому);
- спекулятивний мотив (“наміри зберегти певний запас грошей, щоб з вигодою скористуватися кращими, порівняно з ринком, знаннями того, що принесе майбутнє” [48, с. 356].

Розміри трансакційного попиту на залишки грошових ресурсів формуються під дією кількох факторів: величини доходу і тривалості часового інтервалу, під час якого витрачаються ці гроші. Якщо припустити, що тривалість часового інтервалу постійна і не залежить від змін рівня доходу та норми відсотка, то бажаний для індивіда рівень трансакційного залишку буде становити постійну частку його грошового доходу.

Формування величини спекулятивного попиту на гроші ґрунтується на оберненій залежності між ставкою відсотка і курсом облігацій. Якщо ставка відсотка зростає, то ціна облігацій зменшується, попит на облігації зростає, що приводить до зменшення запасу готівки (змінюється співвідношення між готівкою та облігаціями в портфелі активів). Таким чином, очевидна обернена залежність між попитом на гроші і ставкою відсотка. Але в умовах невизначеності та ризику, які існують на фі-

нансових ринках, де ринкова вартість облігацій не є стабільною, вирішальна роль у розподілі грошових заощаджень між зберіганням їх у формі готівки (де прямий дохід за ними дорівнює нулю) чи фінансових активів належить суто психологічному фактору – очікуванню економічних агентів. Тобто економічні суб'єкти намагаються не тільки максимізувати свої прибутки, але й мінімізувати можливий комерційний ризик.

Таким чином, при високій процентній ставці попит на готівку зменшується, при низькій – навпаки, зростає. Отже, рівень відсотка в кейнсіанській теорії є головним фактором, що призводить до зміни попиту на гроші, і функція попиту на реальні касові залишки набуває такого вигляду:

$$\left(\frac{M}{P}\right)^D = f(iY),$$

де i – номінальна ставка процента.

При умові лінійної залежності отримаємо:

$$\left(\frac{M}{P}\right)^D = kY - hi,$$

де k, h – коефіцієнти, які відображають чутливість попиту на гроші від доходу і відсотка. Функція попиту на гроші показує, що попит на реальні грошові залишки зростає зі зростанням реального доходу і знижується зі зростанням ставки відсотка.

Кейнсіанська модель грошового ринку сполучає функцію попиту на трансакційні і спекулятивні залишки, а також враховує мотив обачності, що фактично єднає її з портфельною теорією попиту на гроші.

У зв'язку з вищевикладеним кейнсіанці вважають монетарну політику неефективним засобом регулювання економіки, як, наприклад, фіскальну або бюджетну політику.

У 70-х рр. ХХ ст. спостерігалася криза кейнсіанської школи. В економічній науці провідним став неокласичний напрям, зокрема його сучасна форма – монетаризм.

Головний теоретик сучасного монетаризму – відомий американський економіст, лауреат Нобелівської премії М. Фрідмен.

У найзагальніших рисах основні положення сучасного монетаризму викладені нижче.

Монетаризм базується на переконанні, що ринкова економіка – внутрішньостійка система. Всі негативні моменти – результат некомпетентного втручання держави в економіку, яке треба звести до мінімуму.

Кореляція між грошовим чинником (масою грошей в обігу) і номінальним ВВП виявляється тіснішою, ніж між інвестиціями і ВВП. Динаміка ВВП слідує безпосередньо за динамікою в зміні пропозиції грошей. Монетаристи відзначають, що існує певний взаємозв'язок між кількістю грошей в обігу і загальним обсягом проданих товарів і послуг у межах національної економіки. Цей зв'язок виражається рівнянням обміну І. Фішера:

$$M \cdot V = P \cdot Q,$$

де M – кількість грошей в обігу;
 V – швидкість грошей;
 P – середня ціна товарів і послуг;
 Q – кількість товарів і послуг, вироблених національною економікою протягом певного періоду часу (за рік).

$P \cdot Q$ дорівнює сукупності грошових коштів, що обернулися протягом року. Кількість проданих товарів і послуг за певний час (Q) приблизно дорівнює виробництву за той же період (Y). Тотожності тут немає, оскільки за період t можуть перепродуватися товари, які були створені раніше, скажімо, за період $(t - 1)$. Ці товари увійдуть у показник Q , але не увійдуть до показника поточного виробництва Y . Оскільки частка таких товарів у загальному кругообігу мала, то економісти допускають рівність $Q = Y$. Якщо P – середня ціна одиниці продукції, то

$$M \cdot V = P \cdot Y,$$

де $P \cdot Y$ – обсяг виробництва в грошовому вираженні, або номінальний ВВП. Тоді Y можна розглядати як реальний ВВП, а P – як дефлятор ВВП.

Прихильники кількісної теорії грошей вважають, що цілком коректно зробити допущення про постійність швидкості грошей.

Якщо величина V постійна, її можна замінити визначеним коефіцієнтом (a), тоді рівняння кількісної теорії грошей набуде вигляду:

$$aM = PY.$$

У такому записі це рівняння виражає залежність номінального ВВП від грошової пропозиції. Тобто зміна кількості грошей повинна викликати пропорційну зміну номінального ВВП за умови постійної швидкості обігу грошей.

Згідно з неокласичною теорією реальні виробництва визначаються наявні на даний момент в економіці фактори виробництва (задана величина). Отже, зміна номінального ВВП обумовлена тільки зміною цін. Таким чином, відповідно до кількісної теорії грошей, рі-

вень цін пропорційний кількості грошей в обігу. Але якщо це так, то і зміна рівня цін знаходитиметься також у визначеній залежності від зміни грошової пропозиції Y свою чергу, зміна рівня цін – це показник темпу інфляції. Отже, приріст грошової маси визначатиме, згідно з кількісною теорією грошей, темп інфляції.

Причинно-наслідковий зв'язок між пропозицією грошей і номінальним ВВП здійснюється не через процентну ставку, а безпосередньо. Фактично відомі вхідні-вихідні впливи пропозиції грошей на ВВП, сам же механізм впливу грошей прихований.

М. Фрідмен спробував пояснити цей механізм, увівши проміжну категорію – “портфель активів”, тобто сукупність всіх ресурсів, якими володіє індивідум. М. Фрідмен відзначає, що кожна людина звикає до визначеної структури своїх активів: співвідношення готівки та інших видів активів.

При збільшенні грошової пропозиції звичне співвідношення змінюється, і щоб відновити його, люди починають пред'являти попит на реальні і фінансові активи. Сукупний попит зростає, а це призводить до зростання ВВП.

На підставі цього М. Фрідмен запропонував “грошове правило” збалансованої довгострокової монетарної політики, а саме: держава повинна підтримувати обґрунтований постійний приріст грошової маси в обігу. Монетарне правило М. Фрідмена – контроль збільшення грошової маси в обігу в межах 3-5 % за рік. Саме такий приріст грошової маси викликає ділову активність в економіці. У разі неконтрольованого збільшення грошової пропозиції (понад 3-5 % за рік) відбуватиметься розкручування інфляції, а якщо темп вливань в економіку буде нижче 3-5 % річних, то темп приросту ВВП зменшуватиметься.

Грошове правило М. Фрідмена лягло в основу грошово-кредитної політик США та Великобританії (рейганоміка і тетчеризм) наприкінці 70-х рр. XX ст. Так звана політика таргетування, тобто щорічного введення певних обмежень на збільшення грошової маси в обігу, призвела до видимих результатів: на тлі скорочення рівня інфляції з 10 до 5 % за рік було досягнуто темпів зростання ВВП на рівні 3-5 % за рік.

У цілому, дія грошей на економічне зростання – одна з центральних теоретичних проблем, що базується на визнанні або їх нейтральності, або не нейтральності. Втім, заперечуючи активну роль грошей, навіть родоначальник монетаризму Дж. Енджелл у відомій роботі “Поведінка грошей” визнавав неможливість пояснити в межах своєї концепції природу первинних стимулів, що забезпечують зростання національного доходу на самому початку фази піднесення [9, с. 65]. У цілому ж як ранні, так і більш пізні праці монетаристів мають спільний недолік, що виявляється в акцентуванні уваги на суб'єктивній схильності чле-

нів суспільства тримати гроші та ігноруванні об'єктивної необхідності для господарської системи мати певну кількість засобів обігу і накопичення, без якого ця система не зможе нормально функціонувати.

Монетарна теорія грошей полягає в такому: у довгостроковому плані гроші повністю нейтральні: ефект грошових імпульсів позначається тільки на динаміці загального рівня цін і не впливає на обсяги виробництва, інвестицій, зайнятості та інше. Протягом більш коротких проміжків часу (в межах одного економічного циклу) зміна темпів зростання грошової маси може вплинути на стан виробництва, зайнятості, але ефект цей буде короткостроковий: через певний час темпи зростання реальних показників виробництва повернуться до попереднього рівня. Таким чином, заперечується кейнсіанська ідея можливості постійно підтримувати високі темпи економічного зростання з допомогою дозованих порцій інфляції.

Дійсно, виконання принципу нейтральності грошей – основа монетаристської концепції, обмежується рядом жорстких умов, серед яких, наприклад, Д. Патинкін [78] виділяє: 1) повну зайнятість; 2) стабільність функції витрат і споживання; 3) відсутність перерозподільних процесів, що породжуються, зокрема, інфляцією; 4) відсутність “грошових ілюзій”, тобто дії змін у номінальних показниках на витрати господарюючих суб'єктів.

Крім того, на наш погляд, уявлення монетаристів про короткостроковий вплив зростання грошової пропозиції на реальні показники не враховують “закон збереження ефекту”: адже навіть короткострокове збільшення сукупного попиту продукує зростання завантаження виробничих потужностей і збільшення запасів, отже, говорити про повернення економіки в довгостроковій перспективі до свого “природного” рівня не обґрунтовано.

Зрештою очевидній логіці суперечить монетаристське переконання, на яке свого часу чітко вказав представник “нової класичної школи” Р. Лукас: “Якщо підтримувати ідею про нейтральність грошей як основоположну, як можна одночасно підтримувати думку, згідно з якою нестабільність кількості грошей є основним джерелом нестабільності реальних показників?” [137, с. 561]. При цьому головний висновок Р. Лукаса полягав у необхідності врахування очікуваних і для господарюючих суб'єктів змін у грошовій пропозиції. Перші, на його думку, призводять до зростання цін і не впливають на реальні показники. Другі ж здатні впливати на фактичну величину безробіття та обсяги виробництва.

При дослідженні даної проблеми на сутнісному рівні слід виходити з того, що обсяги національного виробництва можуть збільшувати

тися двома способами: 1) шляхом усунення рецесивного розриву між сукупним попитом і потенційним ВВП; 2) за рахунок зростання потенційного ВВП як індикатора приросту виробничого потенціалу країни.

Розкриваючи суть першого способу, слід зазначити, що саме сукупний попит у переважній більшості економічних доктрин є кінцевою ланкою монетарного трансмісійного механізму і втілюється з деякою еластичністю в зростанні реального ВВП і цін. При цьому початковою ланкою монетарної трансмісії є пропозиція грошей. Проте не пропозиція грошей сама по собі, а дохід, на який претендують економічні агенти розподілу і перерозподілу ВВП, що відбувся на попередніх етапах економічного циклу, є джерелом збільшення сукупного попиту, засобом реалізації якого виступають гроші. Тим самим збалансовані зміни в пропозиції грошей, впливаючи на ділову активність в економіці, здатні збільшувати виробництво за рахунок зростання сукупного попиту до рівня потенційного ВВП. У даному випадку зростання показника ВВП буде результатом стабілізаційної політики держави.

Проте монетарна політика здатна також впливати і на довгострокові зміни в динаміці потенційного ВВП. Нагадаємо, що прихильники монетаризму сповідують концепцію нейтральності грошей в довгостроковому періоді через допущення про компенсацію інфляцією кількісних змін у грошовій пропозиції. Наприклад, Дж. Сміфін так висловлюється з цього приводу: “У довгостроковому плані дана монетаристами економіка поводить себе як суто бартерна” [158, с. 4]. Безперечних емпіричних доказів на користь пропорційної залежності між грошовою масою та інфляцією не існує, на що, зокрема, вказує у своїй роботі Д. Ілкер [124, с. 141-157]. Статистичні дані по Україні, на які посилається А. Савченко, можуть також служити цьому підтвердженням [95, с. 7].

Основною причиною непереконливості довгострокового аспекту концепції монетаризму є обмеження її апологетами ролі інвестицій лише як компонента сукупного попиту. Проте зростання інвестицій – крім усього іншого, це накопичення капіталу в галузях, які виробляють інвестиційні товари. При цьому, якщо приріст сукупного попиту залежить від валових інвестицій, то збільшення капіталу – від величини чистих інвестицій. А співвідношення між цими компонентами інвестицій у свою чергу безпосередньо визначає здатність економіки нарощувати виробничий потенціал.

Отже, теорія класичного монетаризму містить ряд суперечностей щодо сутності грошей та їх ролі в макроекономічних процесах:

- по-перше, монетаристи стверджують, що в довгостроковому періоді збільшення грошей зумовлює збільшення номінального ВВП, при цьому реальні показники продукту, зайнятості не змінюються, але разом з тим вони декларують, що “гроші мають значення”, іншими

словами, зміни в грошовій сфері спричиняють вирішальний вплив на загальну господарську кон'юнктуру;

- по-друге, головний ідеолог монетаризму М. Фрідмен запевняє, що центральні банки контролюють грошову пропозицію, тобто грошова пропозиція екзогенна. Дослідження, зроблені ним у співавторстві з А. Шварц і викладені в книзі “Монетарна історія Сполучених Штатів 1867-1960,” виявляють залежність, що темпи змін грошової пропозиції змінюються згідно зі зміною загальної економічної кон'юнктури, і зміна в грошовій пропозиції передусе відповідній зміні кон'юнктури. Констатуючи зменшення грошової маси в 1873-1879, 1894-1898, 1907-1908, 1920-1921, 1929-1933, 1937-1938 рр., саме в періоди криз і депресії, причини таких змін завжди вбачають у помилковій політиці емісійних інститутів (ФРС), що досить сумнівно. Швидше навпаки: зміна господарської кон'юнктури спричиняє зміну в грошовій пропозиції, тобто попит на гроші впливає на пропозицію грошей, а це означає, що пропозиція грошей хоч деякою мірою повинна мати ендогенний характер.

Разом з тим не варто забувати, що ще в 80-х роках ХХ століття погляди багатьох авторитетів монетаристського напрямку були скореговані. Зокрема А. Мелтцер, висловлюючись за перегляд одного з фундаментальних положень монетаризму – тези про відсутність впливу монетарної політики на реальний випуск, говорив: “Вибір грошової політики визначає типи відтворення, що переживаються суспільством, очікування впливають на розмір запасу капіталу. Отже, припущення про те, що випуск або споживання незалежні від вибраної грошової політики (грошового стандарту), повинно бути пом'якшене” [142, с. 203].

Безумовно, властивості грошей виявляються у забезпеченні обміну між товарами та послугами. Так, А. Мазаракі і В. Ільїн характеризують гроші як “ідеальну силу активізації трудових і пізнавальних дій” [59, с. 87]. На думку В.Д. Бурлачкова, “гроші є “концентратором” і чинником домінуючого розвитку певних сфер виробництва”. Їх потоки спричиняють перебудову матеріально-речових пропорцій” [9, с. 302]. Іншими словами, гроші, поступаючи в конкретні сектори економіки, здатні прискорювати структурні зрушення.

Разом з тим абсолютно очевидно, що гроші здатні лише створювати передумови, але зовсім не надавати гарантії для отримання на основі їх інвестування відповідного економічного (товари, послуги) та фінансового (додаткова вартість) результату. У ринковій системі стимулююча функція грошей обмежена природною нормою споживання, яка визначається їх здатністю створювати конкурентні товари та послуги.

У процесі ж розробки координаційних заходів у сфері грошового обігу необхідно враховувати, що будь-який монетарний імпульс, що генерується експансивною грошово-кредитною політикою, має деякі характерні особливості:

- він може породжуватися або змінами в грошовій пропозиції, тобто приростом одного з його агрегатів, що лежить в основі американської моделі монетарної трансмісії, або змінами процентної ставки, що характерно для британської моделі [60, с. 43];
- його дія опосередковується лагом запізнювання, причому, як відзначає Т.Е. Унковська, “загальний лаг у формуванні і отриманні результатів макроекономічної політики довший, ніж ті, до яких призводить автоматична реакція економічної системи на зовнішні збурення, і тому є таким, що більш дестабілізує” [107, с. 91];
- на шляху від фінансового сектора до реального він втрачає частку свого регуляторного потенціалу внаслідок неоднакової цінової еластичності виробничих ресурсів і готової продукції;
- він здатний володіти більшою або меншою силою визначальної дії залежно від каналу, за яким впроваджується;
- як побічна дія він може впливати на динаміку загального рівня цін, ступінь впливу якого залежить від поточної фази ділового циклу, оптимізму споживачів та інвесторів, а також їх інфляційних очікувань.

Сучасні ідеї монетаристів свідчать про істотну зміну уявлень про окремі аспекти монетарної політики і певною мірою є викликом панівній монетаристській ортодоксії. Суть цих змін у тому, що ідеї нових монетаристів базуються на інституціональному аналізі. Їхні думки дещо ближчі до сучасної інституціональної теорії, для якої інститути та їхня поведінка мають для економічного аналізу не менш важливе значення, ніж функціональні зв'язки, якими оперують трансакційні мікро- і макромоделі. На думку нових монетаристів, нездатність зрозуміти ключові аспекти фінансових інститутів та їх зміни – головна причина останніх невдач макроекономічної політики. Це насамперед рецесії 1991 р. у США і жорсткі кризи в Східній Азії. Серед представників таких нових ідей Дж. Стігліц, який, зокрема, ніколи не вважав себе прихильником неокласичної школи з її ліберальною ідеологією, Б. Грінуолд, Б. Ейгенгрін, Л. Саммерс, Дж. Тобін та ін.

Представники нового монетаризму на противагу теоретикам ортодоксальної теорії підкреслюють, що особливе значення для функціонування ринкової системи мають процеси кредитування, а не просто грошові трансакції, і грошова маса, що їх обслуговує. Якщо виходити з традиційного підходу монетаристської теорії, який ґрунтується на трансакційному попиті на гроші, то, на думку нових монетаристів, ми не

отримуємо відповіді на питання, чому гроші важливі. Згідно з моделлю монетаристської економічної теорії, щоб контролювати економіку, достатньо контролювати пропозицію грошей, оскільки немовби є стійке й просте співвідношення між їх пропозицією та зростанням ВВП (за умови, що попит на гроші стійкий і швидкість обігу незмінна) [112, с. 808]. Тому головний об'єкт регулювання, відповідно до ортодоксальної теорії, – це обсяг грошової маси в обігу. Його зміна за допомогою операцій на відкритому ринку – шляхом купівлі й продажу казначейських векселів, а також завдяки зміні відсоткових ставок щодо цих цінних паперів – буде впливати на величину відсоткових ставок за банківськими кредитами, що й визначає рівень попиту на кредити, обсяг кредитування і, відповідно, масштаби інвестування в економіку країни [119, с. 282-283]. Більшість європейських країн у цій політиці дотримується так званого правила Тейлора, яке рекомендує підвищувати відсоткову ставку на 1,5 % при зростанні інфляції на 1 % та знижувати її на 0,5 % при скороченні реального ВВП на 1 %.

Іншою важливою рисою нових монетаристів є те, що вони роблять акцент не просто на значенні грошової пропозиції, а на пропозиції кредитних фондів в умовах недосконалої (або асиметричної) інформації та ринку. Дж. Стігліц і Б. Грінуолд підкреслюють, що “ключем до розуміння грошової економіки є попит і пропозиція фондів для кредитування, які у свою чергу залежать від розуміння важливості й наслідків недосконалості інформації для банків”. Недосконалість інформації породжує ризик, що зумовлює зростання трансакційних витрат на пошук і придбання такої інформації. Тому ринок кредитів, де панує недосконала конкуренція, не схожий на ринок товарів (“аукціонний ринок”). Якщо відсоткова ставка останнього подібно до ціни будь-якого іншого товару встановлюється просто з метою урівноваження попиту та пропозиції, то відсоткова ставка ринку кредитів враховує також ризик, неоднакову здатність клієнтів повертати кредити, можливість їх банкрутства.

Як і більшість економістів, нові монетаристи високо оцінюють роль і значення монетарної політики як інструментарію державного макроекономічного регулювання економіки. Порівняно з прямими бюджетними витратами, тобто бюджетним регулюванням, її перевага в тому, що це менший, на їхню думку, “інформаційний гніт” для уряду. Для алокації додаткових ресурсів, які з'являються внаслідок недостатнього використання їх в економіці, в економічне життя включаються ринкові механізми: банки, їхні стимули, інформаційні ресурси. Як відомо, у банківських кредитах значно більший мультиплікатор, тобто коефіцієнт впливу на подальше збільшення (або зменшення) показників економічного зростання. У цих положеннях з ортодоксальною теорією монета-

ризму розбіжностей, по суті, немає. Розбіжності спостерігаються щодо механізму впливу монетарної політики на економіку. Його перегляд, на думку нових монетаристів, зумовлює й обережне ставлення до такої політики в кожній конкретній ситуації.

Для нових монетаристів головний інструмент монетарної політики – операції на відкритому ринку, коли центральний банк здійснює купівлю або продаж державних цінних паперів (казначейських векселів T-bills) для збільшення або скорочення кількості грошей в обігу, що має вплинути на стан банківських резервів і банківські відсоткові ставки.

У цілому, не заперечуючи інших інструментів монетарної політики, таких як зміна резервних вимог, а також стандарти достатності капіталу, нові монетаристи вказують на неоднаковий їхній вплив на грошову пропозицію, з одного боку, і на пропозицію кредитів, поведінку банків – з іншого. Саме тому між відсотками за кредитами і процентами за казначейськими векселями (T-bills) може виникнути розрив – спред. Із позицій традиційної монетаристської теорії вплив монетарної політики на сукупний попит здійснюється через вплив на інвестиції, що стимулюються заміною відсоткових ставок за кредитами, який відображається у змінах відсоткових ставок за T-bills. Нові монетаристи вказують і на інший аспект впливу. “Монетарна політика впливає і на пропозицію кредитних фондів, і, поряд з раціонуванням кредитування, саме цей ефект, а не зміна ставок за T-bills має істинне значення. Навіть у відсутності раціонування кредиту спред між ними може змінюватися, так що вплив на позички, особливо на інвестиційні цілі, може бути значно більшим або меншим, ніж слід було б очікувати тільки на підставі зміни процентів за T-bills” [159, с. 175].

Отже, для нових монетаристів основний канал активізації економіки – кредитно-грошовий. Зростання грошової маси в економічних агентів формує додатковий споживчий попит агента, якщо той виступає в ролі домашнього господарства, або попит на обіговий капітал (інвестиційні товари), якщо він є виробником, що викличе зростання сукупного попиту на товари та підвищення цін на них. Так само – тільки з “протилежним знаком” – можна описати модель цього каналу і для випадку, коли результатом дії монетарної влади стає зниження грошової маси, що викликає зростання ставки відсотка. Зазначимо, що в обох випадках припускається відсутність значних лагів при переданні впливів.

Аналізуючи, порівнюючи та узагальнюючи методологічні підходи, точки зору, позиції учених двох основних теорій грошей – кейнсіанст-

ва та монетаризму – приходимо до таких висновків щодо їх поглядів на особливості грошового обігу, ролі грошей в економічних процесах, можливості використання інструментів монетарної політики в державному втручанні в економіку, а саме:

- в економічній теорії не існує єдиної точки зору, а фактично вона є протилежною щодо характеру впливу монетарних чинників на реальні макроекономічні показники в короткому та довгостроковому періодах;
- теорія монетаризму стверджує, що в довгостроковому періоді гроші залишаються нейтральними стосовно реального ВВП, зайнятості, інвестицій і впливають лише на номінальні значення цих показників. У короткому періоді зміна обсягів грошової пропозиції може спричиняти зміни в реальних показниках, але ефект цей буде короткостроковий: через певний час темпи зростання реальних показників виробництва повернуться до попереднього рівня, змінивши при цьому тільки ціни.

Сучасні теоретичні моделі грошово-кредитної політики є синтезом кейнсіанства і монетаризму, в якому враховані раціональні положення кожної з теорій. У довгостроковому періоді в грошово-кредитній політиці сьогодні переважає монетаристський підхід. Разом з тим держава не відмовляється в короткостроковому періоді від дії безпосередньо на процентну ставку в цілях швидкого економічного маневрування.

Кейнсіанська теорія традиційно розглядає монетарну політику з точки зору її дискреційного характеру, що дозволяє уряду легше маневрувати між різними, часто альтернативними цілями. У монетаристській теорії, навпаки, головне значення має проведення недискреційної монетарної політики.

Якщо у кейнсіанській теорії головним об'єктом макрорегулювання у монетарній сфері є відсоткова ставка (передбачається, що вона впливає на обсяг і динаміку інвестицій), то в монетаристській концепції – обсяг грошової маси.

1.3. ТЕОРІЯ МАНДЕЛЛА

Дослідження теоретичних засад грошово-кредитних засобів регулювання економіки неможливе без аналізу монетарної і фіскальної політики у відкритих економіках, здійсненого Робертом Манделлом на початку шістдесятих років ХХ століття [153].

У своїх новаторських роботах про короткострокові ефекти стабілізаційної політики [152, с. 475-485] Манделл розглядає короткострокові ефекти монетарної і фіскальної політики у відкритій економіці.

Манделл розширив так звану модель IS-LM для закритої економіки, розроблену Нобелівським лауреатом 1972 року Джоном Хіксом, ввівши в неї зовнішню торгівлю і рух капіталу. Ця модель прояснює рух капіталу у відповідь на різницю облікових ставок і реакцію чистого експорту на співвідношення цін на місцеві та іноземні товари – реальний обмінний курс. Аналіз, на перший погляд, простий, але з чисельними і далекоглядними висновками. Манделл показав, що результати стабілізаційної політики залежать від міжнародної мобільності фінансових активів. Зокрема, він показав, що ефект економічної політики залежить від режиму обмінних курсів: при плаваючих курсах монетарна політика стає сильною, а фіскальна – безсилою, тоді як при фіксованих курсах спостерігається зворотне. Для ілюстрації моделі та її результатів корисно розглянути один із її особливих випадків, в якому з досконалою мобільністю капіталу модель Манделла для невеликої відкритої економіки описується трьома умовами рівноваги:

$$Y = G + A(Y, r, e), \quad (1.1)$$

$$D + R = L(Y, r), \quad (1.2)$$

$$r = r^*. \quad (1.3)$$

Відповідно до рівняння (1), національний дохід Y , заданий сукупним попитом – сумою витрат суспільного сектора G і попиту приватного сектора A . Попит приватного сектора у свою чергу залежить (прямо пропорційно) від національного доходу і (обернено пропорційно) від місцевої облікової ставки r . Оскільки передбачається інерція цін у короткостроковій перспективі, обмінний курс e визначає співвідношення цін між місцевими та іноземними товарами; отже, попит приватного сектора також – через вплив на чистий експорт – залежить (прямо пропорційно) від e . Ліва сторона рівняння (1.2) визначає пропозицію грошей (грошову масу) як $D + R$, суму тих, що знаходяться в активах центрального банку облігацій місцевого уряду D та іноземних цінних паперів (валютних резервів) R . У рівновазі пропозиція грошей відповідає попиту на гроші з боку приватного сектора L , який залежить (прямо пропорційно) від національного доходу і (обернено пропорційно) від облікової ставки. За умови досконалої мобільності капіталу місцеві та іноземні фінансові активи – досконалі замітники. Відповідно до (1.3), арбітраж на ринках фінансових активів призведе до формування рівності місцевої облікової ставки r та іноземної облікової ставки r^* (за умови статичних очікувань стосовно облікової ставки). Якщо місцева облікова ставка падає нижче (зростає вище) іноземної, стихійно виникаючий відтік (приплив) капіталу зрівнює дві ставки.

Інструменти стабілізаційної політики G (фіскальна політика) і D (монетарна політика) – зовнішні змінні, контрольовані урядом і центральним банком. Співвідношення ж між обмінним курсом e і валютними резервами R залежать від режиму обмінних курсів.

В умовах фіксованих обмінних курсів центральний банк підтримує деякий заздалегідь заданий рівень обмінних курсів. На цьому рівні центральний банк повинен задовольняти попит на іноземну валюту, проводячи інтервенції на валютних ринках, що призводить до зміни величини резервів. Формально, таким чином, e виявляється зовнішньою змінною, тоді як R при фіксованих обмінних курсах виявляється залежною змінною.

Експансіоністські заходи фіскальної політики – наприклад, збільшення витрат суспільного сектора G – підвищують рівень економічної активності та національний дохід без негативних проявів ефекту витіснення – зростаючих облікових ставок і посилення місцевої валюти. Формально національний дохід Y у цьому випадку визначається безпосередньо з рівняння (1), оскільки g визначається світовим ринком, а e – наміром підтримувати певний обмінний курс. Звідси випливає, що пропозиція грошей в економіці пристосовується до змін попиту на місцеву ліквідність, коли центральний банк проводить інтервенції на валютному ринку, шляхом зміни R , що дозволяє стабілізувати обмінні курси. Формально R визначається рекурсивно рівнянням (2) при заданому D .

Заходи монетарної політики – зміни D засобами так званих “операцій на відкритому ринку”, тобто продажами і покупками державних облігацій – тепер виявляються неефективними. В умовах постійної облікової ставки обмінні курси можуть стабілізуватися лише при постійному проведенні нейтралізуючих інтервенцій на валютному ринку. Експансіоністська монетарна політика (вище значення D), наприклад, знижує місцеві облікові ставки. Проте це негайно викликає відтік капіталу, підвищуючи попит на іноземну валюту: коли центральний банк поставляє цю валюту, він знижує місцеву ліквідність. Таким чином, зміни D повністю компенсуються протилежно направленими змінами R . Як і в будь-якому іншому випадку, обурення на фінансових ринках, монетарна політика впливають не на пропозицію грошей, а лише на склад активів центрального банку.

Плаваючі обмінні курси, з іншого боку, визначаються ринком: центральний банк утримується від валютних інтервенцій і підтримує валютні резерви на заданому рівні. Формально R стає зовнішньою константою, а e – залежною змінною в моделі. Тепер сильним інструментом стає монетарна політика. Тепер піднесення економічної акти-

вності викликає експансіоністська монетарна політика, оскільки тенденції до відтоку капіталу та зниження облікової ставки ослабляють місцеву валюту, що сприяє зростанню чистого експорту. Формально національний дохід Y визначається рекурсивно рівнянням (2), тоді як рівняння (1) визначає обмінний курс e .

Фіскальна політика, проте, стає безсилою. Її вплив на попит при постійній (D не змінюється) монетарній політиці повністю компенсується протилежно направленими змінами чистого експорту, що входить у попит приватного сектора A , у відповідь на зміни в потоках капіталу і обмінних курсах. Як і у випадках раптових змін приватного попиту так званих шоків, зміни G впливають лише на склад, але не на величину сукупного попиту.

Плаваючі обмінні курси та високий ступінь мобільності капіталу – такий монетарний режим сьогодні існує в багатьох країнах. Проте на початку 60-х років ХХ ст., коли Манделл опублікував свої роботи, вони, здавалося, представляли чисто академічний інтерес. Наприкінці сорокових років майже всі країни були пов'язані глобальною системою фіксованих обмінних курсів, сформованою відповідно до Бреттон-Вудських угод. Більш того, рух капіталу між країнами сильно обмежувався його регулюванням і валютним контролем. Однак у п'ятдесяті роки рідна країна Манделла – Канада – послабила ці обмеження і припинила практику прив'язки своєї валюти до долара США. Далекоглядний аналіз Манделла все більше застосовувався у практиці протягом наступних десяти років, у міру того як у 60-х рр. ХХ ст. формувалися міжнародні ринки капіталу, а на початку 70-х – розпалася система Бреттон-Вудських угод.

Манделл розглядав і інші версії своєї моделі. Наприклад, у разі, коли мобільність капіталу не досконала, арбітражне співвідношення (3) замінюється рівнянням потоку капіталу; в цьому випадку безсилі інструменти політики деякою мірою відновлюють свій вплив на економічне життя. У випадку з двома крупними економіками світовий рівень облікових ставок не заданий – він визначається світовими фінансовими ринками; в цьому випадку ефект заходів економічної політики тим або іншим чином виявляється і за межами країни (залежно від інструмента політики та режиму обмінних курсів).

Маркус Флемінг протягом багатьох років очолював дослідницький відділ Міжнародного валютного фонду; його робота в МВФ почалася ще до приходу туди Манделла. Одночасно з Манделлом Флемінг опублікував аналогічну роботу про стабілізаційну політику у відкритих економіках [131]. У результаті сучасні підручники часто посилаються на модель Манделла-Флемінга. Проте з точки зору глибини, широти й аналітичної потужності вклад Манделла є більш значним.

За контрастом з традицією свого часу, Манделл не зупинився на короткострокових ефектах стабілізаційної політики. Монетарна динаміка – ключова тема багатьох його значних статей. Декілька цих статей включені в книгу “Міжнародна економіка” [153], ще декілька зібрані в іншій книзі – “Монетарна теорія” [154].

Манделл увів в економічну науку принцип ефективної ринкової класифікації та концепцію комбінації політик. Принцип ефективної ринкової класифікації полягає в тому, що кожен інструмент економічної політики повинен бути максимально задіяним для вирішення тих задач макроекономічної адаптації, де його використання найбільш ефективне. Комбінація політик – послідовність використання наявних у розпорядженні влади інструментів економічної політики для досягнення макроекономічної рівноваги. Він приділяв багато уваги різниці в темпі змін на різних ринках.

Пізніше, роль цієї різниці була показана в роботах учнів Манделла та інших вчених – наприклад, Рудігера Дорнбуша [125] і Пентті Коурі [136, с. 280-304] – при певних видах збурень обмінний курс проявляє схильність до надлишкової реакції. Цей принцип обговорювався в багатьох роботах Манделла.

Багато робіт Манделла розглядають реакцію економіки на нерівновагу платіжного балансу. У післявоєнний період дослідження незбалансованості платіжного балансу прояснили механізм впливу нерівності цін на потоки міжнародної торгівлі. Ці дослідження базувалися на статичних і реальних економічних моделях. Виходячи з класичного механізму вирівнювання цін у міжнародному масштабі, описаного ще Девідом Юмом і заснованого на монетарних чинниках і змінних, що описують запаси, Манделл сформулював динамічні моделі, що описують виникнення і усунення тривалих дисбалансів.

У декількох своїх роботах Манделл показав, як поступово змінюється стан економіки в умовах фіксованих обмінних курсів у міру того, як надлишки і дефіцити платіжного балансу викликають зміни грошової маси [149; 153]. Наприклад, в умовах слабкої рухливості капіталу монетарна експансія зменшить облікові ставки і підвищить внутрішній попит. Дефіцит платіжного балансу, що виникає при цьому, створить відтік грошей, який у свою чергу понизить внутрішній попит і, таким чином, підштовхне платіжний баланс у бік рівноваги. З часом відбудеться і зміна рівня цін, і реальні економічні ефекти монетарної політики зникнуть.

Дослідження монетарної динаміки були продовжені учнями Манделла та іншими вченими. Такий підхід отримав назву монетарного підходу до платіжного балансу [131]. Протягом довгого часу монетар-

ний підхід вважався свого роду довгостроковим еталоном аналізу стабілізаційної політики у відкритих економіках. Закономірності, виявлені таким аналізом, часто використовувалися при виробленні практичної економічної політики, зокрема, економістами МВФ.

При плаваючих обмінних курсах відхилення від рівноваги платіжного балансу викликають зміни обмінних курсів, але зміна стану економіки викликається тими ж силами. У черговий раз дослідження Манделла відкрили дорогу новому напрямку досліджень: монетарному підходу до обмінних курсів. Декілька статей на цю тему включені в спеціальний випуск “Скандинавського журналу економіки” [156].

Аналіз монетарної динаміки Манделла виявив ще один аспект, який знаходився в явному протиріччі із загальноприйнятою теорією стабілізаційної політики. Теорія, сформульована нобелівськими лауреатами Яном Тінбергеном (премія 1969 року) і Джеймсом Мідом (премія 1977 року), описувала світ, де вся економічна політика країни визначалася одночасно однією особою.

Манделл, навпаки, використовував просту динамічну модель, аби показати, як два інструменти – національний бюджет і облікова ставка – можуть бути спрямовані на досягнення однієї з двох цілей – зовнішньої або внутрішньої рівноваги – з тим, аби економіка з часом могла досягти цих цілей. Звідси випливає, що два інститути влади – уряд і центральний банк – повинні відповідати кожен за свій інструмент стабілізаційної політики. Висновок Манделла був простим і зрозумілим. Щоб запобігти настанню динамічної нестабільності в економіці, відповідальність за проведення політики повинна розподілятися відповідно до ступеня впливу інструментів політики на відповідні ринки. Іншими словами, цей розподіл повинен відповідати принципу ефективної ринкової класифікації. У розробленій моделі Манделлом з фіксованим обмінним курсом монетарна політика проводиться з метою підтримки рівноважного платіжного балансу (зовнішня рівновага), а фіскальна політика – з метою управління сукупним попитом (внутрішня рівновага).

Аналіз Манделла виявив необхідність зв'язку між цілями та інструментами політики більше, ніж необхідність децентралізації як такої. Проте, пояснивши умови такої децентралізації, Манделл передбачив ідею, яка протягом тривалого часу була загальноприйнятою: на центральний банк має бути покладена децентралізована відповідальність за стабільність цін.

Динамічні моделі Манделла були дуже стилізованими, а його аналіз часто ґрунтувався на простих фазових діаграмах. Однак з багатьох причин його роботи були вододілом для досліджень у сфері міжнародної макроекономіки. Він використав осмислений динамічний підхід,

чітко розмежувавши змінні запасу і змінні потоку та ясно описавши зв'язок між запасами і потоками в процесі руху економіки до стабільної довгострокової рівноваги. Крім того, саме з досліджень Манделла почалося необхідне примирення кейнсіанського аналізу короткострокового періоду, де ціни передбачаються жорсткими, і класичного довгострокового періоду, де ціни передбачаються гнучкими. Подальші дослідження продовжували розвивати цю інтелектуальну спадщину. Сьогодні аналітична робота в сфері міжнародної макроекономіки заснована на динамічних моделях, які включають більш якісний мікроекономічний фундамент додаткових типів фінансових активів і ширший набір моделей зміни рівня цін і балансу поточних платежів.

І короткостроковий, і довгостроковий аналізи Манделла приводять до одних і тих же фундаментальних обмежень монетарної політики. В умовах існування вільного руху капіталу монетарну політику можна направити або до зовнішньої мети, зокрема, до управління обмінним курсом, або до внутрішньої мети – наприклад, до управління рівнем цін, але не до обох відразу. Ця концепція “несумісної трійці” стала для економістів самоочевидною. Сьогодні її ідеї поділяють більшість учасників практичних дебатів про політику стабілізації.

На початку 60-х років ХХ ст. у світовій економіці переважали фіксовані обмінні курси, встановлені системою Бреттон-Вудських угод. У той же час дуже небагато дослідників замислювалися над перевагами та недоліками фіксованих і плаваючих обмінних курсів, хоча ця тема і вважалася досить академічною. Існування національної валюти, проте, вважалася аксіомою. Манделл запропонував радикально нове формулювання проблеми про різні системи обмінних курсів, зокрема, звернув увагу на більш фундаментальне питання: за яких обставин деяким регіонам вигідніше відмовитися від монетарного суверенітету на користь загальної валюти [150, с. 657-665].

Нинішні процеси формування валютних зон та об'єднань знаходяться в руслі теорії “оптимального валютного простору”. Ця теорія послужила основою створеного в 1999 році Європейського економічного і валютного союзу.

Під оптимальним валютним простором мається на увазі група держав, які домовилися проводити узгоджену курсову політику для обмеження взаємних коливань курсів національних валют. Мета такої курсової політики – розвиток торговельних та економічних відносин, сприяння пересуванню капіталу між країнами, забезпечення економічного розвитку.

Згідно з цією теорією умовами створення оптимального валютного простору є такі чинники:

1. Наявність політичної волі. У країн Західної Європи така воля була. У 1950 році вони уклали угоду про Європейський платіжний союз, у 1957 році був підписаний Римський договір про створення Європейського економічного співтовариства (спільного ринку), а Маастрихтський договір 1991 року поклав початок Європейському Союзу. За півстоліття країни ЄС пройшли в сфері валютно-фінансової співпраці складний шлях – від замкнених неконвертованих національних грошових одиниць до єдиної валюти, здатної потіснити на світових ринках позиції долара.

2. Мобільність факторів виробництва (товарів, послуг, капіталів і робочої сили) між країнами. У країнах Західної Європи уряди приділяли особливу увагу підтримці високої динаміки взаємної торговельно-економічної співпраці, проводячи політику лібералізації торговельних відносин, створюючи сприятливі умови для переливу капіталів і пересування робочої сили. Проте до цього часу через мовні бар'єри мобільність робочої сили в країнах ЄС залишається невисокою.

3. Активне використання національних валют в обслуговуванні взаємних торговельно-економічних зв'язків і наявність розвинених ліквідних валютних ринків. У країнах Західної Європи взаємний товарообіг в основному здійснювався в національних валютах, у них же проводилася істотна частка зовнішньоторговельних операцій. Досить сказати, що в середині 90-х років ХХ ст. найбільші країни ЄС (Німеччина, Великобританія, Франція, Італія і Нідерланди) оцінювали в національних валютах від 40 до 75 % національного експорту і 40-50 % імпорту.

4. Довготривала стабільність курсів національних валют стосовно один до одного забезпечувалася за допомогою механізмів обмеження взаємних коливань курсів. Країни Західної Європи вирішували цю задачу спочатку в рамках “валютної змії”, потім за допомогою механізму обмінних курсів Європейської валютної системи і, нарешті, у форматі валютного союзу.

Єдиний валютний простір істотно відрізняється від валютного союзу з єдиною валютою. Порівняно з валютним союзом єдиний валютний простір володіє значно більшою гнучкістю, його легко створити, він вимагає менших передумов. По-перше, в рамках єдиного валютного простору одночасно діють декілька сильних валютних центрів, які координують свою діяльність. По-друге, в рамках єдиного валютного простору створюються спільні механізми та програми, направлені на подолання кризових явищ. Ці програми загальні для країн, що входять до такого простору. Завдяки цьому механізму держави-учасниці дістають можливість спільно протистояти фінансовим кризам, які викликані зовнішніми причинами. По-третє, усередині єдиного валютного прос-

тору відбувається зближення систем торгівлі валютою (при існуванні декількох центрів торгівлі, діяльність яких постійно координується), що дозволяє значно поліпшити умови для розвитку торгівлі [118].

По суті, Манделл лише відзначає переваги загальної валюти: нижчі трансакційні витрати в торгівлі і менше невизначеності в питанні про відносні ціни. Недоліки ним описані детальніше. Він підкреслює складність підтримки повної зайнятості в умовах, коли зміна попиту або інший “асиметричний шок” вимагають зниження реальної заробітної плати в деякому регіоні. Манделл наполягає на важливості високого ступеня мобільності праці, необхідної, щоб зрівноважити такі незадоволення. Він описує оптимальну валютну зону як групу регіонів, серед яких схильність до міграції досить висока, щоб забезпечити повну зайнятість, коли один із регіонів відчуває асиметричний шок.

Інші дослідники, зокрема Рональд Маккіннон [141, с. 717-724] і Пітер Кінен [135], розвинули підхід Манделла, встановивши додаткові критерії оптимальності валютної зони: мобільність капіталу, регіональна спеціалізація та загальна система податків, субсидій і допомоги. Формулювання проблеми, запропоноване Манделлом, є базою досліджень для наступних поколінь економістів.

Протягом багатьох років дослідження про критерії оптимальності валютних зон набували все більшої важливості у формуванні економічної політики. Через зростаючу мобільність капіталу у світовій економіці режими з тимчасово фіксованими, але рухливими обмінними курсами ослабли; їх доцільність зараз знаходиться під питанням. Багато спостерігачів розглядають валютний союз або плаваючий обмінний курс – два випадки, які розглядалися Манделлом, як найбільш реалістичні альтернативи. Постановка та аналіз проблеми Манделлом привернули особливу увагу в зв'язку з введенням загальноєвропейської валюти. Дослідники, що розглядали переваги і недоліки Європейського валютного союзу, прийняли цей підхід за очевидну початкову точку. Насправді, одне з ключових питань у цьому контексті – це мобільність праці у відповідь на асиметричний шок.

Валютні союзи існували за часів виникнення та становлення системи золотого стандарту.

Система золотого стандарту відіграла важливу роль у процесі розвитку міжнародних торговельних відносин та інтернаціоналізації виробництва. Водночас вона мала й істотні обмеження. Система золотого стандарту була занадто жорсткою, недостатньо еластичною, дорогою, залежно від рівня видобутку монетарного товару. Умови функціонування золотого стандарту значно ускладнювали можливості проведення окремими державами власної валютно-грошової політики. Останнє

було однією з головних причин утворення валютних союзів. Разом з цим збільшення обсягів паперової емісії та інфляційне знецінення грошей викликало відтік золота за кордон і відповідне зменшення золотих запасів. Це обмежувало можливості державного втручання у сферу грошових і валютних відносин.

Вказані обмеження послужили основою заміни після Першої світової війни золотого стандарту золотовалютним. Суть останнього зводилася до того, що поряд із золотом функцію міжнародних платіжних засобів взяли на себе і деякі валюти провідних країн світу. Повний відхід країн Заходу від золотого стандарту відбувся в період Великої депресії – економічної кризи 1929-1933 рр. Крах золотого стандарту був обумовлений загальною трансформацією структури господарювання, що базувалася на ринкових саморегуляторах, на економічну систему, що регулюється державою. Така трансформація відбувалася на основі теоретичних порад, розроблених Дж.М. Кейнсом і Х.Д. Уайтом. Зі створенням Міжнародного валютного фонду в 1944 р. було визначено основні принципи нової валютної системи, яка дістала назву Бреттон-Вудської. Вона базувалася на золотовалютному стандарті, а пізніше трансформувалася в систему золотодоларового стандарту.

Створення ранніх валютних союзів було зумовлене не економічними, а насамперед політичними або ідеологічними мотивами.

З посиленням ролі державного регулювання набуває ваги питання макроекономічної стабільності. Як свідчить попередній досвід, Бреттон-Вудська валютна система зазнала краху через неспроможність її гегемона – США забезпечити один з основних її принципів – конвертації долара в золото, що призвело до збою системи фіксованих валютних курсів. Але демонетизація золота та перехід до системи “плаваючих” або гнучких валютних курсів поставили національні держави перед новими випробуваннями. Неймовірно зростання обсягів валютної торгівлі з кінця 70-х рр. XX ст., постійні валютні кризи – все це негативно відбивалося на стані платіжного балансу окремих держав і загрожувало дестабілізації економічного розвитку цілих регіонів.

В економічній теорії початку 70-х рр. XX ст. все частіше вживається термін оптимальної валютної зони (простору) – *optimum currency area* (англ.). Оптимальним слід вважати такий валютний простір, у межах якого нетто-прибутки від введення спільної валюти є більшими, ніж нетто-прибутки від застосування декількох валют. Іншими словами, реалізація концепції оптимального валютного простору або створення валютного союзу має сенс лише тоді, коли для всіх членів валютного союзу додаткові прибутки, пов’язані з його створенням, перевищують відповідні додаткові витрати.

Під витратами мається на увазі наступне. Відмовляючись від номінальних валютних курсів на користь спільної валюти, країна втрачає ефективне знаряддя макроекономічного регулювання. Вона позбувається можливості реагувати на внутрішні та зовнішні зміни попиту та пропозиції (шоки) через девальвацію або ревальвацію національної валюти. Якщо країна не має додаткових інструментів захисту від економічних потрясінь, вона несе економічні збитки. З огляду на це валютний союз можуть утворювати лише ті країни, які від початку мають:

- спільні або подібні економічні структури для того, щоб наслідки від шоків мали приблизно однаковий (симетричний) вплив на їх економічний розвиток. У цьому випадку необхідність реагування шляхом зміни валютного курсу стає зайвою;
- різні економічні структури, але можуть реагувати на асиметричні шоки (за умов відсутності інструмента валютних курсів) через вживання інших стабілізаційних заходів.

Перші ідеї щодо теорії оптимальних валютних зон виникли наприкінці 1955-1956 рр. У цей час точилися завзяті дебати навколо перегляду Бреттон-Вудської системи фіксованих і введення плаваючих валютних курсів. Прихильниками цієї системи були, зокрема, М. Фрідмен та Дж. Мід (науковий керівник Р. Манделла), хоча їх аргументи дещо відрізнялися. Так, Мід вбачав у плаваючих курсах інструмент регулювання платіжного балансу, у той час як Фрідмен хотів використати плаваючі валютні курси для досягнення повної лібералізації міжнародних ринків капіталу та торгівлі. Спільним у поглядах обох економістів було те, що за допомогою плаваючих валютних курсів можливо було змінювати рівень реальної заробітної платні і таким чином регулювати рівень безробіття.

Р. Манделл мислив таким чином: якщо плаваючі курси можуть застосовуватися як інструмент регулювання між двома країнами, наприклад США та Канадою, то вони можуть виконувати аналогічну функцію і між будь-якими регіонами всередині цих двох країн. Але створення системи плаваючих курсів між регіонами однієї й тієї ж самої країни вимагає існування більш ніж однієї валюти. Останнє призводить до додаткових витрат, пов'язаних з випуском додаткових валют.

Р. Манделл звернувся до критики американським економістом Дж. Вільямсом класичної теорії торгівлі щодо того, що фактори виробництва є мобільними всередині країни і немобільними на міжнародному рівні. Дж. Вільямс стверджував, що фактори у жодному разі не мають ані абсолютної внутрішньої мобільності, ані абсолютної зовнішньої немобільності. Крім того, теорія торгівлі ідентифікує регіони з країнами, що, як показав Р. Манделл, не завжди є одним і тим самим,

особливо, коли йдеться про такі багаторегіональні країни, як США або Канада. Р. Манделл практично застосував критику теорії торгівлі Вільямса до міжнародної монетарної теорії та теорії валютних курсів. Емпірично він показав це на прикладі Канади. Він твердив, що, застосовуючи плаваючий валютний курс канадського долара щодо американського, Канаді не вдалося уникнути негативних наслідків ділового циклу США у 1960 році, оскільки її монетарна політика, яка була спрямована переважним чином на центральні провінції Онтаріо, Квебек та Британську Колумбію, виявилася нездатною служити інструментом адаптації для решти канадських регіонів та ослабити наслідки несприятливої кон'юнктури.

У 1961 р. Р. Манделл висловив думку про те, що періодичні кризи платіжного балансу залишатимуться складовою міжнародної економічної системи, доки фіксовані валютні курси та системи негнучких цін і заробітної платні домінуватимуть у світовій торгівлі та заважатимуть останній виконувати свої регулюючі функції.

Проблему вибору між плаваючим і фіксованим валютними курсами можна спростити, якщо визначити валютний простір як сферу, усередині якої валютні курси зафіксовані. Тоді постає питання: що таке оптимальна сфера для валютного простору і чому її визначення є таким важливим? Манделл відповідає на це так: по-перше, деякі частини світу перебувають у процесі економічної інтеграції та дезінтеграції, проводячи нові експерименти; концепція складових оптимального валютного простору могла б пояснити значення цих експериментів; по-друге, такі країни, як Канада, що під час експериментів з плаваючими валютними курсами можуть опинитися у складній ситуації та потребуватимуть пояснень, могли б отримати їх від теорії оптимальних валютних зон, якщо національний валютний простір не збігається з оптимальним; по-третє, теорія оптимальних валютних зон може бути використана для ілюстрації певних функцій валют, які неадекватно трактуються в економічній літературі або й зовсім нехтуються під час розгляду проблем економічної політики.

Критерій мобільності фактора праці знаходиться в теорії Р. Манделла на першому плані. Для відповіді на запитання, чи мають країни спільного ринку використовувати плаваючі валютні курси або віддати перевагу єдиній валюті, Р. Манделл провів аналіз моделі двох країн – *А* та *Б*. Він дійшов висновку, що трансформація попиту з країни *А* до *Б*, за незмінних інших умов, призводить до зростання безробіття в країні *А* та збільшення зайнятості в країні *Б*. У цій ситуації міграція робочої сили з країни *А* до країни *Б* може повернути економіку до стану рівноваги, тобто усунути негативні наслідки шоку пропозиції,

без застосування номінального валютного курсу як регулюючого інструмента. Однак відновлення рівноваги можливе лише за умови достатньої мобільності фактора праці. Якщо ця вимога не виконується, то створення валютного союзу означатиме перебільшення витрат над прибутками його членів.

Альтернативою критерію мобільності фактора праці в теорії Р. Манделла є критерій гнучкості (еластичності) цін і заробітної платні. Повертаючись до прикладу з двома країнами, дію цього критерію як інструмента усунення наслідків шоків асиметрії можна проілюструвати таким чином. Після трансформації попиту країна *A* знижує рівень заробітної платні. Тим самим ціни на її товари зменшуються. Це робить їх більш привабливими для кінцевих споживачів. Підвищення конкурентоспроможності товарів країни *A* стосовно товарів країни *B* повертає попит у стан рівноваги.

Застосовуючи критерій мобільності праці до країн Європейського валютного союзу, такі науковці, як П. Кенен, Б. Айкенгрін, Д. Фенд, В. Ханкель дійшли висновку, що мобільність фактора праці між цими країнами не забезпечується тією мірою, яка б дозволила запобігти негативних наслідків шоків асиметрії за відсутності номінальних валютних курсів, тобто в умовах використання спільної валюти. Порівняно із США або з Канадою мобільність фактора праці в ЄВС є незначною і дорівнює близько 4 % від потенційно можливої.

Т. Байомі і А. Томас, проводячи порівняльний аналіз економіки США та ЄС, отримали досить несподівані результати. Очевидним є те, що значна частина пристосувань до економічних потрясінь в Європі знайшла своє віддзеркалення в адаптації відносних цін, тоді, як пристосування у США значною мірою відбилося на обсязі. Зрозуміло, що Європа, маючи єдину, навіть безготівкову валюту, має також можливість адаптації власної економіки до світової саме через вирівнювання валютних курсів. В історичному аспекті міграція робочої сили в Європі ніколи не була значним фактором пристосування порівняно із США. У США основні ринкові фактори є більш інтегрованими, ніж в Європі. Незначні зміни у відносному ціновому рівні знайшли своє вираження в суттєвих розбіжностях в економічній діяльності у межах США. Окрім того, у США не останню роль у швидкій адаптації відіграє міграція робочої сили. Адже пристосування без міграції робочої сили передбачає еластичність цінового рівня, а отже, і заробітних плат. Щодо Європи, то тут пристосування відбуваються в основному через адаптацію заробітних плат. Особливо важким є завдання зниження пристосувань заробітних плат за умов економічної кризи та без

доступу до єдиної валюти (зокрема, для країн, які не беруть участі в новій валютній системі).

У 1996 р. Р. Манделл узагальнює аргументи “за” і “проти” приєднання країни до оптимальної валютної зони, які наведено нижче.

**Аргументи країни X
проти приєднання до оптимальної валютної зони (ОВЗ):**

- небажання мати темп інфляції ОВЗ;
- використання валютного курсу як інструмента регулювання зайнятості шляхом підвищення або зниження реальних доходів;
- коли йдеться про велику країну, остання не бажає, щоб інші країни, які приєднуються до ОВЗ, отримували вигоди від ефекту масштабу, або велика країна занепокоєна тим, що нові члени ОВЗ можуть ускладнити проведення її національної економічної політики;
- використання емісійної монополії та інфляційного податку для фінансування державних витрат; оскільки в межах ОВЗ країна втрачає ці можливості та має дотримуватись певної фінансової дисципліни;
- країна, особливо велика, не бажає позбутися сеньйоражу (прибутку від емісії грошей) від використання своїх грошей як міжнародної валюти;
- використання урядом сеньйоражу як джерела таємного або позабюджетного фінансування для особистого користування (корумповані диктатори, наївні демократичні уряди);
- режим фіксованих валютних курсів може знаходитись у конфлікті з політикою центрального банку, який конституційно зобов'язаний підтримувати цінову стабільність;
- монетарна інтеграція з іншими країнами зменшує вагу національного суверенітету, який є життєво важливим символом національної незалежності;
- можливість проводити валютну деномінацію (збільшення грошової одиниці країни без її перейменування) відповідно до душевих доходів;
- бажання утримувати монетарну незалежність для використання емісійної монополії або інфляційного податку на випадок війни;
- бажання захистити таємність національної статистики (як це робив СРСР та інші країни Східної Європи стосовно МВФ);
- відсутність національних політичних та економічних лідерів, здатних підтримувати режим фіксованих валютних курсів у стані рівноваги;

- політичне керівництво не здатне ліквідувати дефіцит бюджету та/або відновити довіру до стійкої бюджетної рівноваги або режиму фіксованого обмінного курсу;
- майбутні партнери в ОВЗ є політично нестійкими або є об'єктами для втручання країн-агресорів;
- країни-партнери є біднішими і очікують фінансової допомоги – додаткові витрати, пов'язані з приєднанням до ОВЗ, є більшими, ніж додаткові прибутки;
- небажання приймати ступінь інтеграції, передбачений угодою про створення ОВЗ, виміром якої є спільні стандарти щодо еміграції, трудових відносин або податкового законодавства.

Аргументи країни X на користь приєднання до ОВЗ:

- зменшити рівень інфляції до рівня ОВЗ;
- знизити операційні видатки у торгівлі з основними партнерами;
- ліквідувати витрати, пов'язані з емісією та утриманням національної валюти;
- брати участь у паритеті купівельної спроможності ОВЗ;
- здобути номінальний якір економічної політики, до якого прив'язати майбутні очікування;
- позбавити національні органи монетарної та фіскальної автономії;
- запобігти ситуації, за якої валютні курси використовуються як м'яч у політичному футболі, надаючи "пас" тим, хто бажає отримати прибутки від їх зниження з метою зменшення боргового тягаря;
- забезпечити роботу автоматичного механізму щодо дотримання монетарної та фіскальної дисципліни;
- використати ефект амортизації шоків на багатонаціональній основі;
- брати повноправну участь у діяльності фінансових центрів і ринків капіталу валютного союзу;
- використати ефект каталізатора для створення майбутнього політичного союзу;
- утворити силовий блок для протидії впливу домінуючих сусідніх економічних суперблоків;
- брати участь у прийнятті політичних рішень щодо рівня інфляції у межах ОВЗ;
- створити конкурентоспроможну міжнародну валюту, яка б змагалася із долларом, і заробляти сеньйораж, замість того, щоб його сплачувати;

- сприяти створенню економічного суперблоку, роль якого постійно зростала в міжнародних економічних відносинах, що покращувало б таким чином умови торгівлі;
- ще більше дисциплінувати наднаціональний механізм фіскальної та грошової політик;
- брати участь у реформуванні міжнародної валютної системи.

Якщо говорити про критерії приєднання до “зони євро”, то вони були досить жорсткими:

- 1) бюджетний дефіцит не більше 3 % ВВП (при порушенні цього нормативу до держав-порушників застосовуються санкції);
- 2) розмір державного боргу не більше 60 % ВВП;
- 3) довгострокові процентні ставки по кредитах не повинні перевищувати двох процентних пунктів над середнім рівнем цього показника по трьох країнах ЄС з найбільш стабільними цінами;
- 4) інфляція не більше ніж на 1,5 % пункту вище середнього рівня цього показника по трьох країнах ЄС з найбільш стабільними цінами;
- 5) участь у європейській валютній системі без виходу курсів національної валюти за рамки курсових коливань, що дозволяються їй протягом останніх двох років.

Але, згідно з теорією оптимальних валютних зон професора Р. Манделла, нинішні держави – члени ЄВС – не утворюють таку “оптимальну валютну зону”, а рішення про створення валютного союзу мало не економічний, а насамперед політичний характер. Для багатьох з них (наприклад, Франції, Італії, Іспанії, Португалії, Фінляндії) до недавнього часу була характерна значна асинхронність економічного циклу, тому в принципі не можна виключати вірогідність виникнення так званих “асиметричних шоків”, тобто економічних потрясінь, що стосуються лише окремих країн валютного союзу. Незважаючи на виконання показників економічної конвергенції, зберігається неоднорідність складу та темпів розвитку учасників валютного союзу: так, при середніх по ЄС темпах економічного зростання 3 % на початку 2000 р. в Ірландії зростання становило 7,5 %, а в Італії – всього 1,3 %; рівень інфляції в середньому по ЄС становив 1,1 %, тоді як в Іспанії – 1,8 %, а у Франції – 0,6 %.

При загостренні ситуації наявність єдиних облікових ставок влаштовуватиме далеко не всі держави ЄВС, оскільки уряди слабкіших країн не зможуть зажадати від Європейського центрального банку зміни ставок для девальвації своїх валют. Передавання валютної і грошово-кредитної політики у ведення ЄЦБ фактично позбавляє національні держави головних засобів оперативного регулювання, а валю-

тний союз за визначенням не може пристосовувати свою політику до поточних потреб окремих країн. Оскільки усередині зони євро динаміка економічного розвитку істотно відрізняється по країнах, встановлення єдиної відсоткової ставки не може відповідати інтересам усіх країн. Вигоди від використання євро порівнюються зі збитками від втрати найважливіших економічних важелів, зокрема незалежної грошово-кредитної політики та можливості зміни валютного курсу. При появі “асиметричних шоків” їх втрата буде особливо відчутна.

Таким чином, втрата фінансової самостійності і відсутність можливості девальвації валюти та маніпуляції відсотковими ставками можуть створити чимало проблем. У такій ситуації теорія оптимальних валютних зон пропонує такі варіанти рішень: мобільність трудових ресурсів, гнучкість системи цін і заробітної плати, наявність ефективного механізму переорієнтації бюджетних трансфертів в ті країни або регіони, що постраждали від “асиметричних шоків”. Відповідно до цієї теорії, для успішної роботи валютного союзу необхідно, щоб “асиметричні шоки” були рідкісними, а учасники союзу знаходилися в близьких фазах економічного циклу. Єдина фінансова політика повинна впливати на всі складові частини союзу однаково і виключати мовні, культурні, юридичні перешкоди для переміщення трудових ресурсів через його внутрішні кордони.

Неоднорідність складу валютного союзу створює великі труднощі і для проведення єдиної грошово-кредитної політики ЄЦБ на території валютного союзу, що зрештою може знизити її ефективність. За прогнозами в найближчі роки рівень інфляції в Італії, Іспанії і Португалії буде значно вищий, ніж в інших країнах ЄВС. Саме створення валютного союзу породжує економічні та політичні проблеми для держав ЄС. Мова йде не лише про вірогідні шоківі дії, але й асиметрії в реакції держави на ці впливи. До речі, валютний союз може успішно функціонувати тільки тоді, коли економічна ситуація у всіх країнах зони євро тривалий час буде стабільною.

Теорія оптимальних валютних зон як основні проблеми розвитку валютного союзу розглядає складнощі підтримки стабільної зайнятості в умовах, коли зміни попиту або інші наслідки “асиметричних шоків” призведуть до зниження реальної заробітної плати в конкретному регіоні. У зв'язку з цим особливу важливість для подолання економічних потрясінь має підтримка високої мобільності трудових ресурсів. Дійсно, географічна і соціальна мобільність трудових ресурсів – найбільш ефективні засоби боротьби з економічними кризами, проте в ЄС вони дуже низькі порівняно з США насамперед внаслідок мовних і культурних відмінностей. Підвищення мобільності трудових ресурсів блокується і високим рівнем хронічного безробіття в багатьох країнах

ЄС. У результаті в умовах валютного союзу циклічні та інші спади виробництва в окремих країнах можуть стати частішими і тривалішими.

Крім того, всередині зони євро існують значні відмінності щодо рівня безробіття та рівня продуктивності праці.

Отже, у ретроспективі теорія стабілізаційної політики Манделла, безумовно, має обмеження. Первинна модель Манделла-Флемінга, як і всі макроекономічні дослідження того часу, ґрунтувалася на дуже спрощених допущеннях стосовно важливості очікувань на фінансових ринках. Крім того, вона передбачала абсолютну жорсткість цін у короткостроковій перспективі. Ці обмеження були розглянуті іншими дослідниками. Роберт Манделл заклав основи теорії, яка і сьогодні лежить в основі визначення монетарної та фіскальної політик у відкритій економіці. Його робота в сфері монетарної динаміки і оптимальних валютних зон надихнула покоління дослідників. Незважаючи на минулі декілька десятиліть, роботи Манделла залишаються визначними і є основою будь-якого курсу міжнародної макроекономіки.

Манделл вибирав собі завдання з незвичайною, майже пророчою, точністю передбачення майбутнього міжнародного монетарного режиму та міжнародних ринків капіталу. Робота Манделла – прекрасний приклад цінності фундаментальних досліджень. Деякий час досягнення науки можуть здаватися загадковими, проте досить скоро вони можуть виявитися вельми важливими для практики.

На основі проведеного дослідження можна зробити висновок, що теорія Манделла являє собою модель малої відкритої економіки; як основні інструменти грошово-кредитної політики розглядаються відсоткові ставки та валютний курс, об'єктом впливу при цьому є показник чистого експорту, а метою впливу – зміни обсягу ВВП.

У моделі Манделла аналізуються два типи режимів валютного курсу: фіксований і плаваючий. Модель обґрунтовує висновок про те, що в умовах фіксованого валютного курсу більш ефективним є інструмент фіскальної політики, а при плаваючому режимі валютного курсу більш дієвими є заходи монетарної політики.

1.4. МОДЕЛЬ ТАРГЕТУВАННЯ

Таргетування є одним із видів монетарних режимів. З'ясуємо сутність поняття монетарного режиму. До 70-х років ХХ століття реалізація монетарної політики базувалася на інституті монетарного стандарту. Монетарний стандарт – це сукупність інституцій і механізмів управління грошовою пропозицією за допомогою їх прив'язки до стабільного засобу обміну.

Поняття монетарного стандарту почало вживатися щодо різних типів металевих стандартів: золотого, срібного, біметалічного, які визначали механізми та обмеження емісії грошей. Інституційні особливості, що історично склалися на той час в кожній країні і впливали на фінансову систему, статус центрального банку та інше зумовлювали певні відмінності монетарної політики різних країн. Проте в основі цієї політики лежала система фіксованих обмінних курсів.

Після падіння Бреттон-Вудської системи (втрата зв'язку грошей із золотом) перед країнами постало завдання вибору власної моделі монетарної політики. Суспільна довіра до грошей, які позбулися товарної основи, залежить, окрім об'єктивних факторів, також від зміни споживчих, інвестиційних і політичних настроїв. Тому ще з кінця 60-х років минулого століття елементом макроекономічного аналізу стає дослідження очікувань економічних агентів.

Зростання значення управління суспільними очікуваннями спричинило заміну концепції монетарного стандарту концепцією монетарного режиму. Монетарний режим можна визначити як систему інституцій і механізмів, що забезпечують досягнення монетарних цілей і рівноваги шляхом генерування стабільних очікувань суспільства щодо дій суб'єктів монетарної влади й останніх щодо реакції суспільства на їхні дії.

У кожній країні виникла потреба пошуку змінної, зобов'язання монетарної влади щодо стабільності якої утримувало б у певних рамках усі номінальні змінні в економіці. Така змінна дістала назву номінального якоря.

Щодо зазначеного питання існує два основні підходи. Перший підхід передбачає запровадження режиму монетарної політики, за якого використовується імпліцитна (неявна) мета, без експліцитного номінального якоря. Другий підхід передбачає визначення цілей і способів їх досягнення. При цьому можуть розглядатися три базові варіанти вибору монетарного режиму для контролювання інфляції: монетарне, курсове таргетування та таргетування інфляції залежно від проміжної мети монетарної політики.

При використанні режиму монетарного таргетування кількісна проміжна мета за певним грошовим агрегатом використовується як номінальний ціновий якор. Другий монетарний режим ґрунтується на таргетуванні обмінного курсу і використовує його як номінальний якор інфляції. Третій режим базується на стратегії інфляційного таргетування, де як номінальний якор використовується публічно проголошена інфляційна мета та зобов'язання центрального банку проводити монетарну політику так, щоб її досягнути. Як проміжна мета визнача-

ється відхилення прогнозу інфляції від цільового показника із відповідним коригуванням монетарної політики за допомогою інструментів монетарної політики.

Крім зазначених вище підходів, вітчизняна економічна наука представляє в особі академіка А. Гриценка більш широку концепцію таргетування, зокрема таргетування стабільності грошової одиниці, в якій таргетування інфляції, обмінного курсу, монетарне таргетування тощо розглядаються лише як окремі випадки для забезпечення стабільності грошової одиниці. Такий підхід, на думку автора, дає методологічну основу для розуміння майбутньої еволюції монетарних устроїв [24, с. 6]. Визначаючи зміст поняття “стабільність грошової одиниці”, А. Гриценко вказує, що стабільність є відносною (динамічною) величиною. На його думку, абсолютної стабільності не існує. Мова йде, можливо, лише про параметри змін, які визначають межі стабільності однієї економічної величини залежно від інших економічних змінних. Стабільність грошової одиниці – це відносна незмінність вартості, яку являє собою грошова одиниця в обігу і яка виражається в купівельній спроможності грошей [25, с. 38]. Альтернативний підхід, який не ґрунтується на завчасно визначених правилах і процедурах здійснення монетарної політики, використовується деякими країнами (зокрема США), але майже в усіх із них тривають серйозні дискусії стосовно доцільності переходу до експліцитного номінального якоря, зокрема, до інфляційного таргетування.

Останнім часом у світі спостерігається тенденція руху до більш гнучких курсових режимів і більшої мобільності капіталу як серед індустріальних, так і серед інших економік.

Огляд, проведений у 2005 році Міжнародним валютним фондом серед 88 країн, що розвиваються, та нових ринкових економік, показав, що більше половини з них планують у майбутньому перехід до експліцитних та імпліцитних інфляційних таргетів. З них три чверті оголосили про намір перейти до повноцінного інфляційного таргетування до 2010 року [133, с. 7-8]. Особливість монетарної політики полягає в існуванні значних лагів між застосуванням інструментів і їх впливом на інфляцію. Для розвинутих країн такий лаг може перевищувати два роки. Це вимагає превентивних дій центрального банку, який не може чекати, поки інфляція значно зросте та інфляційний процес стане неможливо контролювати. Тому монетарна політика повинна орієнтуватися на майбутнє і мати випереджальний характер. Тобто, залежно від лага впливу, монетарна політика повинна діяти до того часу, як в економіці виникне інфляційний тиск.

Розглянемо докладніше кожен із режимів таргетування.

Таргетування обмінного курсу передбачає прив'язку курсу національної валюти до валюти іншої країни. Більшість країн, що розвиваються, тією чи іншою мірою застосовували політику фіксованого обмінного курсу. Навіть ті країни, які офіційно про таку політику не заявляли, наприклад Китай і Росія, все рівно її притримувалися. На нашу думку, основні причини цього дві.

По-перше, політика фіксованого обмінного курсу є найменш болючим методом зниження інфляції, а по-друге – це самий простий номінальний якір для цін; орієнтир, який не буде дозволяти грошовій масі і цінам зростати надто швидко. До того ж даний монетарний режим вирівнює ціни на глобалізовані товари, що створює номінальний якір для всієї економіки.

Якщо курс прив'язаний до валюти країни з низькою та стабільною інфляцією та заслуговує на довіру всіх макроекономічних агентів, то такий монетарний устрій має знижувати інфляційні очікування. Крім того, одна з переваг такого підходу полягає у відносній простоті його застосування, адже країна де-факто відмовляється від власної монетарної політики. Однак обмінний курс, як номінальний якір, має і певні недоліки. Як зазначає К. Корищенко, режим фіксованого валютного курсу є недієздатним в умовах високої інфляції [51, с. 5]. А. Гриценко виділяє чотири недоліки застосування обмінного курсу як номінального якоря. По-перше, у разі відкритості фінансового рахунку платіжного балансу країна із жорсткою валютною прив'язкою не проводить незалежної монетарної політики, а відтак втрачає й можливість використовувати її з метою реагування на зовнішні та внутрішні шоки, передусім на шоки, які впливають на агрегований попит. Але, на думку А. Гриценка, для перехідних економік переваги незалежної монетарної політики не такі вже й суттєві, адже переважна їх більшість немає розвинутих політичних інститутів і фінансових ринків, які власне і надають можливість ефективно використовувати активну монетарну політику. В основному із цієї причини багато країн, що розвиваються, та перехідних економік на початкових етапах реформування здебільшого застосовували ті чи інші варіанти прив'язки до однієї зі світових валют.

По-друге, міжнародна тенденція зростання мобільності капіталу, що є наслідком глобалізації світової економіки та тяжіння окремих країн до світових економічних центрів (зокрема Європейського Союзу та США), дедалі більшою мірою буде наражати їх економіки на спекулятивні атаки. Захист проти цих атак полягає, зокрема, у використанні в цей час високих процентних ставок, проте подібну тактику не можна застосовувати упродовж тривалого періоду, до того ж це по-

требує значних витрат для економіки. Особливо небезпечним курсове таргетування може бути для країн із великим рівнем доларизації (до них належить і Україна) та зі значним рівнем зовнішнього боргу із короткостроковими термінами погашення. Велика кількість іноземної валюти на руках у населення, істотна частка пасивів, деномінованих в іноземній валюті, а також суттєві валютні дисбаланси суб'єктів економіки і, зокрема, банківської системи є каталізатором банківських і фінансових криз, у чому, можливо, і полягає головний недолік режиму таргетування обмінного курсу у довгостроковому періоді.

По-третє, фіксований курс за відносно вільного руху капітального рахунку платіжного балансу стимулює експансію комерційних кредитів і приплив короткострокового капіталу в умовах значної різниці у внутрішніх і світових процентних ставках. Це спричиняє валютні дисбаланси і також є передумовою фінансових криз.

Потенційні проблеми, які можуть виникнути за режиму фіксованого обмінного курсу, найяскравіше проявилися в Чилі у другій половині 70-х років ХХ ст., у Мексиці в 1994-1995 роках, в азійських країнах у 1997 та в Росії у 1998 році. В усіх випадках, коли в умовах експансіоністської фіскальної політики і значного бюджетного дефіциту підтримувався режим фіксованого курсу, початковий спред між внутрішніми і зовнішніми процентними ставками (за відносно неконтрольованого руху спекулятивного капіталу) зростав дуже швидко. На це впливала внутрішня кредитна експансія та зростаючі обсяги припливу короткострокового капіталу. Всі зазначені вище економіки зрештою одержували комбінацію суттєвого припливу спекулятивного капіталу, кредитної експансії та буму витрат урядів і бізнесу, а також швидкого переоцінювання реального курсу. Раптовий відтік капіталу у зворотному напрямі швидко призводив до валютної та фінансової криз.

По-четверте, режим фіксованого обмінного курсу за умови стійкого відхилення реального курсу від рівноважного рівня, як правило, призводить до деформації розподілу ресурсів в економіці та гальмування економічного зростання [24, с. 13-15]. Фіксовані курси поділяються на три основні види: фіксований “де-факто” – без будь-яких інституціональних визначень; фіксований у рамках відповідного законодавства; відмова від національної грошової одиниці на користь спільної валюти групи країн або використання країною як офіційної валюти грошей іншої держави.

Протягом шести років (до кризи 2008 року) в Україні застосовувався фіксований курс першого виду – де-юре діє режим плаваючого

керованого обмінного курсу, а де-факто (з невеликими відхиленнями у часі) спостерігається прив'язка до долара США.

Прикладом другого виду є режим “currency board” (валютне бюро) – особливий устрій обмінного курсу, за якого країна фіксує обмінний курс до певної, так званої резервної валюти і здійснює стопроцентне забезпечення внутрішньої грошової пропозиції іноземною валютою. Цей режим запроваджений у Гонконзі, Аргентині (1990), Естонії (1992), Литві (1994), Болгарії (1996) та інших країнах. Переваги та недоліки такого режиму описано В. Стельмахом [103, с. 2-8]. Зразком третього виду можна вважати режим, запроваджений в європейських країнах, які ввели спільну валюту – євро, а також у Панамі та Еквадорі, де відмовилися від власних валют і використовують як законний засіб платежу долар США. Як правило, другий і третій види режимів вимагають жорсткої фіскальної дисципліни, наявності необхідної кількості валютних резервів, стійкої фінансової системи. Зауважимо, що останні два режими не надають якихось особливих переваг. За наявності надійних макроекономічних підвалин будь-яка економіка, незалежно від монетарного режиму, функціонуватиме нормально.

Сутність режиму монетарного таргетування полягає в тому, що центральний банк, виходячи з цільового показника інфляції, оцінок потенційного зростання виробництва та динаміки швидкості обігу грошей у рамках кількісного рівняння обміну, визначає цільовий темп зростання грошових агрегатів і оголошує його громадськості.

Серед переваг монетарного таргетування над таргетуванням обмінного курсу виділяють можливість узгодження монетарної політики із розвитком внутрішньої макроекономічної ситуації. Це дає змогу вибирати інфляційні орієнтири, відмінні від орієнтирів інших країн – головних торговельних партнерів, а також мати більшу свободу дій у разі флуктуації економічного зростання.

В індустріальних країнах монетарне таргетування набуло значної популярності безпосередньо після руйнування Бреттон-Вудської валютної системи і на початку 1980 років. У країнах, що розвиваються, до середини 1980 років монетарне таргетування майже не використовували, а до середини 1990-х років оголошення цільових орієнтирів грошової маси використовували приблизно в 10 % цих країн.

Основними перевагами монетарного таргетування як монетарного режиму є: 1) “суверенність” – центральний банк обирає цільовий показник інфляції, найприйнятніший для даної країни, і має змогу коригувати політику відповідно до внутрішніх коливань обсягу виробництва; 2) тісний зв'язок з інструментами монетарної політики, тобто високий рівень контролю з боку центрального банку; 3) монетарні

агрегати досить швидко вимірюються, відповідно звіти про виконання монетарних таргетів надходять до громадськості з короткими лагами – протягом кількох тижнів. Це посилює відповідальність центрального банку, суспільний контроль і своєчасно сигналізує щодо можливості дотримання цільових показників інфляції.

Ефективне використання грошового агрегату як проміжної мети залежить передусім від спроможності центрального банку проводити незалежну монетарну політику, спрямовану на підтримання низької і стабільної інфляції. Всі ці переваги таргетування монетарних агрегатів на практиці реалізуються лише за наявності двох передумов.

Перша з них – стабільність попиту на гроші. Зокрема, в економіці, що діє в умовах відносно високої та нестабільної інфляції, попит на гроші стає дуже нестабільним. Інакше кажучи, швидкість грошових агрегатів є змінною в часі. За такої умови зростання грошових агрегатів втрачає свою сигнальну функцію: у певних випадках воно не супроводжується надмірним зростанням цін, і, навпаки, трапляється, що зростання інфляції прискорюється і за помірного збільшення грошових агрегатів. З огляду на це довіра до центрального банку зменшується.

Проблема нестабільності попиту на гроші особливо актуальна для перехідних економік, зокрема для України. Основними чинниками такої нестабільності є стан економіки, який можна охарактеризувати як період ремонетизації, коли після дуже низьких рівнів монетизації економіка поступово просувається до дедалі вищих. Нестабільність попиту на гроші спричиняється, зокрема, частими структурними змінами в економіці та на фінансових ринках, наявністю вільних виробничих потужностей і робочої сили, значної частки тіньового сектора, високим ступенем доларизації та швидкими технологічними і фінансовими інноваціями, а також у разі раптової зміни рівня інфляції або зміни інфляційних очікувань.

Це призводить до того, що центральний банк не може ефективно впливати на інфляційні очікування за допомогою монетарного якоря. Коли інфляція раптово знижується, порушуються старі співвідношення попиту на гроші. У таких випадках спрогнозувати кількість грошей, необхідну для функціонування економіки в цільових межах зміни інфляції, дуже важко, а використання грошового агрегату як номінального якоря є вкрай неефективним.

Співвідношення між монетарними агрегатами й цільовими показниками (інфляцією, номінальним доходом) неодноразово руйнувалися не лише в США чи Великобританії, а й у країнах, які протягом трива-

лого часу ефективно використовували монетарне таргетування, наприклад, у Німеччині та Швейцарії.

Друга передумова успішного застосування таргетування монетарних агрегатів полягає в ефективному контролі за зміною грошової маси з боку центрального банку. Монетарні агрегати повинні належним чином контролюватися центральним банком. В іншому випадку вони не надаватимуть чітких сигналів про дії монетарної влади, які спрямовані на досягнення цілей щодо інфляції.

Контролювати “вузькі” грошові агрегати центральним банком загалом під силу. “Широкі” (M2 і M3) – не завжди. Принаймні повномасштабний контроль за цими агрегатами є проблематичним. Ці дві проблеми є основною причиною того, що нині дуже обмежена кількість країн застосовує викладений вище підхід. До уже зазначених причин варто додати непередбачуваність залежності зміни цін від змін грошових агрегатів, що робить монетарну політику непрозорою і меншою мірою підзвітною. Незважаючи на всі ці проблеми, двом країнам, що використовували монетарне таргетування (Німеччині і Швейцарії), вдалося досягти хороших результатів.

Головні уроки позитивного досвіду щодо монетарного таргетування полягають, по-перше, в тому, що центральний банк повинен обмежувати усіма можливими засобами рівень інфляції в довгостроковому періоді, незважаючи на періодичні відхилення монетарних агрегатів від цільових значень. Дотримання монетарних показників, відповідно до встановлених правил, будь-якою ціною, скоріше за все, даватиме негативний результат у перспективі. По-друге, важливо впроваджувати активну комунікаційну стратегію роботи з громадськістю і тим самим підтримувати прозорість монетарної політики, що і вплинуло (незважаючи на часті відхилення у проміжних цілях) на підвищення репутації та ступінь довіри до центральних банків Німеччини та Швейцарії. Ці ключові елементи успішності монетарного режиму – гнучкість, прозорість та підзвітність – є основними елементами і режиму інфляційного таргетування [24, с. 16-21].

Вивчення досвіду Німеччини та Швейцарії було втілене у появі нового монетарного режиму – таргетування інфляції. У міжнародній практиці під таргетуванням інфляції мають на увазі встановлення центральним банком кількісного показника допустимої інфляції та забезпечення зростання цін у межах встановленого діапазону.

Такий режим першою застосувала Нова Зеландія. Після неї – певна кількість економічно розвинутих країн. Серед них – Австралія і Канада, Фінляндія й Іспанія (до вступу в зону євро), Швеція і Великобританія. Нині окремі країни, що розвиваються (зокрема Бразилія, Чи-

лі, Ізраїль, Мексика, Філіппіни), також запровадили цей монетарний режим. Серед країн із перехідними економіками, які перейшли до інфляційного таргетування, слід виділити Чехію, Польщу та Угорщину.

Основним механізмом досягнення показника динаміки цін є вплив на інфляційні очікування господарюючих суб'єктів. При цьому головним інструментом дії на динаміку цін є короткострокова процентна ставка. Тому успіх політики інфляційного таргетування зумовлюється здатністю центрального банку переконати приватний сектор у своїх можливостях щодо запобігання зростанню цін. Інфляційне таргетування не базується на об'єктивних залежностях між макроекономічними показниками. Його основою є стійкість процесів, що склалися в економічній системі за попередній період.

Канал формування раціональних очікувань є основним при реалізації такого варіанта грошово-кредитної політики. При цьому центральний банк повинен створювати основний інформаційний потік для функціонування вказаного каналу. Але для господарюючих суб'єктів інформація, що надходить від грошової влади, не є основною. В умовах глобальної економіки та розгалужених зовнішньоекономічних зв'язків господарюючі суб'єкти будують свою політику на основі широкого набору джерел інформації.

Країни, які використовують інфляційне таргетування (Австрія, Великобританія, Канада, Швеція), досягли в 90-ті роки ХХ ст. таких самих результатів у зниженні зростання цін, які були досягнуті країнами, що не застосовували даний варіант грошово-кредитної політики (США, країни Євросоюзу, Японія). У цей період розвитку світової економіки її зростання ґрунтувалося на застосуванні ресурсозберігаючих технологій і не викликало подорожчання сировини, а підвищення доходів населення розвинутих країн було збалансоване зі зростанням виробництва споживчих товарів. Порушення цих умов у другій половині першого десятиріччя ХХІ ст. викликало прискорення інфляції у світовій економіці, отже, таргетовані показники інфляції в ряді країн виявилися також порушеними.

Важливо враховувати, що при таргетуванні інфляції центральний банк реагує на прискорення цінової динаміки підвищенням короткострокової ставки процента. Це призводить до припливу в країну іноземного капіталу, в основному спекулятивного, і зумовлює зростання курсу національної валюти. Відповідно, падає експорт і збільшується імпорт.

Проголошуючи курс на перехід до інфляційного таргетування, необхідно врахувати негативні наслідки використання цього варіанта грошово-кредитної політики, які спостерігалися в Австралії, Канаді, Новій

Зеландії. Центральні банки цих країн зіткнулися з проблемою подорожчання національних валют і були змушені вдатися до інтервенцій з метою стримування зростання валютних курсів. Слід звернути увагу на органічний взаємозв'язок таргетування інфляції та функціонування трансмісійного механізму грошово-кредитної політики. Ця проблема безпосередньо стосується України та інших трансформованих країн.

По суті, як зазначає М. Любський, перехід до інфляційного таргетування є зміною парадигми всієї грошово-кредитної політики. При цьому таргетування інфляції визначає мету (орієнтир), а передавальний механізм являє собою сукупність засобів для її досягнення. Таким чином, таргетування інфляції та механізм трансмісії становлять нерозривну єдність, в якій для досягнення поставленої мети потрібне використання певного арсеналу інструментів, а від його ефективності залежить досягнення наміченого темпу інфляції.

Плюси таргетування інфляції полягають насамперед у тому, що при його застосуванні центральний банк зосереджує свою увагу насамперед на внутрішніх економічних проблемах. Таргетування інфляції дозволяє адекватно реагувати на зміни в макроекономічній ситуації, оскільки центральний банк при проведенні грошово-кредитної політики не встановлює жорстких співвідношень між можливою динамікою грошової пропозиції та темпами інфляції. Водночас, встановлюючи певні інфляційні орієнтири, центральний банк посилює свою відповідальність за проведення послідовної монетарної політики. Зрештою, як показує зарубіжний досвід, при інфляційному таргетуванні спостерігаються нижчі цінові очікування, що є одним із факторів зниження темпів зростання цін [59, с. 82-85].

Разом з тим система таргетування інфляції має ряд мінусів.

Як зауважує О. Яременко, при переході до інфляційного таргетування спостерігатиметься певний період адаптації держави, господарюючих суб'єктів і домогосподарств. Як і будь-яка адаптація, це призведе до зниження поточної ефективності [120, с. 61].

Будь-яка серйозна дія, яка змінює основні умови функціонування системи, обов'язково спричиняє ряд значних непередбачених наслідків. Якщо країна вдається до серйозних змін монетарного режиму, то обов'язково виникнуть неочікувані наслідки, які спроможні істотно послабити довіру до центрального банку та його політики. Але саме довіра є одним з основних елементів трансмісійного механізму в умовах інфляційного таргетування.

Автор також наголошує, що одним із найважливіших положень сучасної грошової теорії є постулат нейтральності грошей, з якого випливає положення про відсутність довгострокових наслідків грошово-

кредитної політики держави. Однак передумовою такого підходу є приховане допущення – “за інших рівних інституційно-структурних умов”, яке явно не спрацьовує в економічних реаліях постсоціалістичного розвитку [120, с. 61]. Коли інституційне середовище змінюється, то виникає невідповідність між змістом регуляторної політики й об’єктом, на який вона спрямована. Це проявляється у вигляді низької еластичності монетарної поведінки господарюючих суб’єктів у відповідь на заходи центрального банку [120, с. 61].

Крім того, при даному монетарному режимі інфляційні процеси лише частково контролюються і регулюються грошовою владою. Це особливо помітно в умовах перехідної економіки, коли основними причинами інфляції є немонетарні фактори – структурні перекоси, монополізм у ціноутворенні, корумпованість чиновників. Водночас, обравши як головний орієнтир темп інфляції, регулюючі органи мало враховують інші важливі цілі економічного розвитку – забезпечення досить високих темпів зростання економіки, проведення гнучкої соціальної політики. Слід також зазначити, що в періоди загострення фінансової ситуації або валютно-фінансових криз засобів однієї тільки грошово-кредитної політики центрального банку недостатньо для вирішення проблем, які виникають у цих умовах. У таких ситуаціях необхідними є оперативні та ефективні заходи держави із залученням коштів центрального банку та бюджету для надання підтримки фінансовій системі та реальному сектору економіки.

Значення каналу процентної ставки при таргетуванні інфляції полягає в тому, що ним, при даному рівні жорсткості цін, підвищення номінальної ставки процента призводить до зростання витрат залучення кредитних ресурсів і реальної ставки процента. Це впливає на динаміку споживання та інвестицій, а врешті-решт – і на темп інфляції.

Трансмсія імпульсів від зміни процентної ставки центрального банку до реального сектора економіки являє собою послідовну передачу цьому сектору регулюючих імпульсів від найбільш короткострокової ставки до довгострокової, через ланцюжок взаємопов’язаних процентних ставок, так чи інакше підконтрольних центральному банку. При цьому, з огляду на особливості трансформаційної економіки, “робота” процентного каналу являє собою багатоетапний процес. Спочатку центральний банк змінює рівень одноденних процентних ставок; потім змінюється структура всіх короткострокових процентних ставок, а центральний банк коригує рівень процентних ставок за операціями рефінансування на більш тривалий період. Залежно від інфляційних очікувань, далі відбувається зміна структури довгострокових процентних ставок. Наступний етап характеризується зміною попиту та

пропозиції щодо грошових ресурсів у цілому по економіці. Як наслідок, це впливає на темп інфляції, динаміку ВВП і зайнятості.

На думку більшості економістів, найважливіша особливість процентного каналу трансмісійного механізму полягає в ступені впливу центрального банку на короткострокові процентні ставки. М. Головнїн звертає увагу, що під впливом глобалізації знижується реакція внутрішньої інфляції на різницю між фактичним і потенціальним випуском усередині країни, тоді як зростає її реакція на цю різницю в масштабах світової економіки, отже, національна грошово-кредитна політика меншою мірою може впливати на інфляцію. Загальний висновок полягає в тому, що країнам з більш розвинутою грошово-кредитною сферою легше боротися з інфляцією, тоді як країни з менш розвинутою грошово-кредитною сферою можуть зазнати значних витрат при зниженні інфляції.

Проаналізуємо зміни, що відбуваються в каналах впливу грошово-кредитної політики на економіку. По-перше, дослідники вказують на зниження ролі каналу, пов'язаного з процентною ставкою, через процес вирівнювання процентних ставок між країнами і більшу їх залежність від ситуації на світовому ринку, ніж усередині країни. Однак висновок про меншу ефективність каналу, пов'язаного з процентною ставкою, стосується країн з недостатньо розвинутими ринками облігацій, тоді як у міру розвитку цих ринків значущість даного каналу зростає.

По-друге, теоретично, у зв'язку зі зростаючою відкритістю національної економіки, має посилюватися значущість каналу грошово-кредитної політики, пов'язаного з валютним курсом. У теорії наявність цього каналу передбачає, що зміни в процентній політиці центрального банку впливають на валютний курс, але на практиці, в умовах фінансової глобалізації, кількість факторів, які діють на валютний курс, істотно зростає, і багато дослідників починають його розглядати як ціну активу.

По-третє, послаблюється дія кредитного каналу. Особливо це стосується тих банків, які мають доступ до фінансування з-за кордону (передусім, ідеться про дочірні банки великих транснаціональних банківських груп). Кредитний канал грошово-кредитної політики діє на малі й середні банки, але не впливає на великі установи.

В умовах фінансової кризи перед грошово-кредитною політикою виникають нові виклики. Насамперед вони пов'язані з тим, чи слід дотримуватися прийнятих правил або потрібно реагувати на економічну кон'юнктуру, що змінилася. Як правило, центральні банки реагують на кризу. При цьому в разі фінансової кризи вони на практиці стикаються з подвійною метою: підтримання стабільності грошово-кредитної сфери

та фінансової системи Друга мета найчастіше суперечить першій, оскільки вимагає додаткової підтримки окремих фінансових інститутів і, як наслідок, може бути пов'язана зі збільшенням грошової маси та зростанням інфляції.

У країнах з недостатньо розвинутою грошово-кредитною сферою під час кризи може порушуватися робота класичних каналів передавання сигналів від грошово-кредитної політики до економіки [21, с. 69-74].

Для ефективного застосування інфляційного таргетування необхідною є наявність ряду інституційних і макроекономічних умов. Найважливішою інституційною умовою є реальна незалежність центрального банку від політичної кон'юнктури. Незалежність центрального банку слугує основою для довіри суспільства до політики грошової влади, розумних інфляційних очікувань бізнесу та громадян. Зарубіжний досвід показує, що незалежний статус центрального банку та ефективна грошово-кредитна політика можуть відігравати вирішальну роль в утримуванні інфляції на необхідному рівні. Важливо, щоб, по-перше, центральний банк не залежав від політичного тиску, а по-друге, будь-яке втручання уряду у проведення монетарної політики було "прозорим" і зрозумілим для суспільства.

Серед загальних умов, необхідних для таргетування інфляції, слід виділити забезпечення центрального банку постійною і достовірною інформацією про стан економіки, без якої неможливо зробити розрахунки, на основі яких визначаються прийнятний темп інфляції, фактори, що впливають на нього, і засоби досягнення поставленої мети. Крім того, дуже важливо враховувати, що при таргетуванні інфляції трансмісійний механізм працює насамперед з орієнтацією на внутрішній попит, оскільки в моделі інфляційного таргетування дуже складно оцінити вплив імпортованої інфляції, транскордонного руху капіталу на ціну активів. Ще одна необхідна передумова для ефективності інфляційного таргетування полягає у створенні конкурентного середовища на внутрішньому ринку, яке є необхідною основою для гнучкості цін, неможливої в умовах цінового монополізму. Нарешті, важко переоцінити значення такої умови, як рівень розвитку банківської системи, кредитного та фондового ринків. Якщо цю умову не виконано, то центральний банк втрачає можливість використовувати канали передавального механізму, необхідні для успішного таргетування інфляції.

До бажаних умов належать: 1) інституційна незалежність органів грошово-кредитного регулювання; 2) висока кваліфікація аналітиків і надійна статистика; 3) ринкова диверсифікована структура економіки; 4) розвинута фінансова система.

До необхідних умов переходу на режим таргетування інфляції належать: 1) порівняно великий масштаб економіки; 2) формування цін всередині країни; 3) темп інфляції, що виражається однозначною цифрою; 4) підтримка переходу на режим інфляційного таргетування органами державної влади; 5) суворе виконання органами грошово-кредитного регулювання заявлених завдань [57, с. 82-85].

Монетарна влада часто обирає як кінцеву мету грошово-кредитної політики цінову стабільність, чому сприяє вихід дедалі більшої кількості країн на траєкторію сталого економічного зростання. У періоди стабільного розвитку, коли економіка не зазнає внутрішніх і зовнішніх потрясінь, концентрація зусиль монетарної влади на протидії інфляції якнайкраще сприяє забезпеченню умов для підтримання економічної активності та підвищення рівня життя населення, навіть незважаючи на те, що її зворотним боком неодмінно є вищий рівень безробіття та помірні темпи зростання.

Поряд з тим за різкого сповільнення економічної динаміки зусилля монетарної влади щодо підтримання цінової стабільності можуть втрачати свою ефективність. У цьому зв'язку в ситуації сьогоденної гострої кризи світових фінансів можна очікувати відступу ряду країн, зокрема й розвинутих, від політики підтримання цінової стабільності на користь політики стимулювання економічного зростання. Можна також припустити, що заявлені кінцеві цілі грошово-кредитної політики при цьому змінюватися не будуть, щоб не посилювати інфляційний тиск на національні економіки [86, с. 43].

Відсутність зростаючих інфляційних очікувань створює сприятливе середовище для планування економічної, насамперед інвестиційної, діяльності. Більше того, в збалансованій економічній системі інфляція справді слугує важливим індикатором загального стану економіки – загрози спаду чи перегріву. Отже, за таких обставин цілком виправданим є вибір низької інфляції як основної цілі грошово-кредитної політики. За режиму інфляційного таргетування центральний банк забезпечує низький рівень інфляції, насамперед завдяки відсутності механізмів тиску на нього з боку уряду з метою фінансування в різних формах дефіцитного бюджету. “Тонке настроювання” економіки через монетарну політику, щоб не допустити перегріву чи спаду, в умовах інфляційного таргетування відбувається, з одного боку, шляхом впливу центрального банку на найкоротші процентні ставки, зміна яких через складний передавальний ланцюг має позначитися на рівні інфляції (для розвинутих економік – з лагом у 2 роки), а з іншого – через прямий психологічний вплив на формування цін, чому слугує потужна система комунікації центрального банку з громадськістю.

Режим інфляційного таргетування, що виник у цілком конкретному інституційному й економічному середовищі, активно рекомендувався міжнародними організаціями економікам, що формуються і розвиваються з урахуванням внутрішніх структурних процесів, і тим більше – розподілу сил у світовій фінансовій системі [53, с. 86-95].

1. На етапі визначення проміжних і оперативних цілей грошово-кредитної політики найбільші труднощі становить вибір орієнтирів, керуючись якими, монетарна влада розраховує впливати на заявлені кінцеві цілі. Такими орієнтирами можуть бути темпи підвищення внутрішніх цін, грошові агрегати, процентні ставки, динаміка валютного курсу. Перша проблема полягає в тому, що оцінити заздалегідь ефективність того чи іншого режиму грошово-кредитної політики неможливо, бо його вплив проявляється через певний час. Друга проблема полягає в тому, що ефективність режиму грошово-кредитної політики серйозно залежить від внутрішніх економічних умов, рівня розвитку товарних і фінансових ринків, структури національної економіки. Це означає, що результати застосування одного й того самого режиму грошово-кредитної політики матимуть велику розбіжність для країн з різним рівнем економічного розвитку. У цілому, спираючись на зарубіжний досвід, можна зазначити, що режими таргетування процентних ставок і грошових агрегатів були менш ефективними в досягненні кінцевих цілей монетарної політики, ніж режими таргетування інфляції та валютного курсу.

2. Модель інфляційного таргетування у прихованому вигляді відображає автоматичну схильність системи цін до рівноважного і стабільного стану в умовах розвинутих фінансових ринків та ефективного трансмісійного механізму грошово-кредитної політики. Але центральна гіпотеза цієї моделі стосовно стабілізуючої ролі зростаючих глобальних фінансових ринків у сучасних умовах є сумнівною.

3. Серед науковців і практиків існує консенсус щодо таких характеристик таргетування інфляції, як визнання цінової стабільності головною метою центрального банку, важлива роль комунікації з громадськістю, середньостроковий характер спрямування на цінову стабільність, інструментальна незалежність центрального банку. Разом з тим існує полеміка щодо таких питань, як: 1) чи є експліцитний прогноз інфляції та його порівняння з таргетом визначальною характеристикою цього монетарного режиму; 2) доцільність цільової незалежності центрального банку; 3) правило, яким описується цей монетарний режим; 4) чи є він власне правилом чи дискрецією; 5) як краще його характеризувати – як правило чи як устрій.

4. Для успішного функціонування кожного з монетарних режимів, за інших рівних умов, необхідно враховувати ступінь відкритості

економіки, стабільність співвідношення монетарних агрегатів та інфляції, ступінь впливу процентних ставок центрального банку на економічний процес.

ВИСНОВКИ ДО 1 РОЗДІЛУ

Процес трансформації в перехідних економіках передбачає створення грошово-кредитної системи, що відповідає потребам розвитку ринкової економіки, забезпечує ефективність виробництва та включення національної економіки в міжнародний поділ праці. З іншого боку, в умовах ринкової економіки особливого значення набувають важелі непрямого впливу держави на економіку, серед яких методи монетарної політики посідають провідне місце. Відповідно грошово-кредитна політика держави набирає нових форм та якості, і одним з пріоритетних завдань ринкових реформ стає формування ефективної системи грошово-кредитного регулювання, що дає можливість прискорити вирішення проблем фінансової стабільності, стимулювання інвестиційної активності, підвищення конкурентоспроможності вітчизняних виробників, забезпечення економічного зростання, покращення рівня життя населення. Головним результатом функціонування грошової системи економіки є розробка і реалізація визначеної грошово-кредитної політики. Позитивний вплив цієї політики на розвиток економіки означає ефективність самої грошової системи.

Крім того, сьогодні загальний стан економіки значною мірою залежить від стану грошово-кредитної сфери. Стабільне функціонування грошово-кредитної системи стимулює до стабільності економіку в цілому, проблеми у грошовій сфері зумовлюють ланцюгові реакції виникнення проблем у національній економіці. Тому вкрай важливе ефективно проведення грошово-кредитної політики, вища і кінцева мета якої полягає в забезпеченні стабільності цін, повній зайнятості і зростанні реального обсягу виробництва.

Цілі грошово-кредитної політики в поточному періоді мають свою ієрархію, виділяють кінцеві (стратегічні) та проміжні (тактичні). Використання проміжних цілей дозволяє узгодити кінцеві цілі з інструментами грошово-кредитної політики, які є підсистемою засобів монетарної політики. Засоби грошово-кредитного регулювання національної економіки включають органічне поєднання інструментів, методів і важелів грошово-кредитної політики та реалізації їх впливу на систему цілей грошово-кредитного регулювання.

Грошово-кредитні інструменти у структурі засобів грошово-кредитного регулювання є одиничною категорією, а методи та важелі – загальними поняттями. Методи грошово-кредитного регулювання, як правило, об'єднують декілька грошово-кредитних інструментів, а важелі

грошово-кредитного регулювання передбачають синергетичне комбінування на практиці інструментів і методів.

Ключові завдання грошово-кредитної політики є похідними від загальнодержавних цілей. Тому надзвичайно важливим питанням реалізації грошово-кредитної політики є вирішення проблеми вибору оптимального напрямку використання грошово-кредитних засобів у загальнодержавній стратегії економічного розвитку.

Грошово-кредитне регулювання необхідно розглядати як систему заходів у галузі грошового обігу та кредиту, спрямованих на регулювання процентної ставки, норм обов'язкового резервування, проведення операцій з цінними паперами на відкритому ринку, рефінансування банків, а також управління золотовалютними резервами, регулювання імпорту та експорту капіталу з метою забезпечення сталого економічного зростання, зниження рівня безробіття, забезпечення ефективної зайнятості, врівноваження платіжного балансу та зменшення інфляційних процесів.

Водночас доцільно відмітити, що вдало встановлені грошово-кредитні орієнтири сприятимуть підвищенню ефективності функціонування банківської системи та створюватимуть належні передумови для збільшення реальних доходів населення. Це має враховуватися Національним банком України під час формування та реалізації ключових стратегічних цілей грошово-кредитної політики.

Методологічні засади грошово-кредитної політики закладені в науковій спадщині класиків теорії монетарної політики макроекономічного регулювання, кейнсіанстві та монетаризмі.

Кейнсіанська теорія традиційно розглядає монетарну політику з точки зору її дискреційного характеру, що дозволяє уряду легше маневрувати між різними, часто альтернативними цілями. У монетаристській теорії, навпаки, головне значення має проведення недискреційної монетарної політики. Якщо у кейнсіанській теорії головним об'єктом макрорегулювання у монетарній сфері є відсоткова ставка (передбачається, що вона впливає на обсяг і динаміку інвестицій), то в монетаристській концепції – обсяг грошової маси.

Аналізуючи, порівнюючи та узагальнюючи методологічні підходи, точки зору, позиції учених двох основних теорій грошей: кейнсіанства та монетаризму, приходимо до таких висновків щодо їх поглядів на особливості грошового обігу, ролі грошей в економічних процесах, можливості використання інструментів монетарної політики у державному втручанні в економіку, а саме:

- в економічній теорії не існує єдиної точки зору, а фактично вона є протилежною щодо характеру впливу монетарних чинників на ре-

льні макроекономічні показники в короткому та довгостроковому періодах;

- теорія монетаризму стверджує, що в довгостроковому періоді гроші залишаються нейтральними стосовно реального ВВП, зайнятості, інвестицій і впливають лише на номінальні значення цих показників. У короткому періоді зміна обсягів грошової пропозиції може спричиняти зміни в реальних показниках, але ефект цей буде короткостроковий: через певний час темпи зростання реальних показників виробництва повернуться до попереднього рівня, змінивши при цьому тільки ціни;
- з точки зору кейнсіанства заходи грошово-кредитної політики в довгостроковому періоді впливають на зміни реального обсягу виробництва, тоді як стосовно цін названі заходи є нейтральними, у короткостроковому періоді зміни у грошово-кредитній політиці центрального банку можуть впливати на ціни;

Теорія класичного монетаризму містить ряд суперечностей щодо сутності грошей та їх ролі в макроекономічних процесах:

- по-перше, вони стверджують, що в довгостроковому періоді збільшення грошей призводить до збільшення номінального ВВП, при цьому реальні показники продукту, зайнятості не змінюються, але разом з тим вони декларують, що “гроші мають значення”, іншими словами, зміни в грошовій сфері спричиняють вирішальний вплив на загальну господарську кон’юнктуру;
- по-друге, головний ідеолог монетаризму М. Фрідмен запевняє, що центральні банки контролюють грошову пропозицію, тобто грошова пропозиція екзогенна. Дослідження, зроблені ним у співавторстві з А. Шварц і викладені в книзі “Монетарна історія Сполучених Штатів 1867-1960,” виявляють залежність, що темпи змін грошової пропозиції змінюються згідно зі зміною загальної економічної кон’юнктури, і зміна в грошовій пропозиції передуює відповідній зміні кон’юнктури. Констатуючи зменшення грошової маси в 1873-1879, 1894-1898, 1907-1908, 1920-1921, 1929-1933, 1937-1938 рр., саме в періоди криз і депресії, причини таких змін завжди вбачають у помилковій політиці емісійних інститутів (ФРС), що досить сумнівно. Швидше навпаки: зміна господарської кон’юнктури спричиняє зміну в грошовій пропозиції, тобто попит на гроші впливає на пропозицію грошей, а це означає, що пропозиція грошей хоч деякою мірою повинна мати ендогенний характер.

Сучасні теоретичні моделі грошово-кредитної політики є синтезом кейнсіанства і монетаризму, в якому враховані раціональні положення кожної з теорій. У довгостроковому періоді в грошово-кредитній полі-

тиці сьогодні переважає монетаристський підхід. Разом з тим держава не відмовляється в короткостроковому періоді від дії безпосередньо на процентну ставку в цілях швидкого економічного маневрування.

Дослідження теоретичних засад грошово-кредитних засобів регулювання економіки неможливе без аналізу монетарної політики у відкритих економіках, здійсненого Робертом Манделлом на початку 60-х років XX століття. Виходячи з класичного механізму вирівнювання цін у міжнародному масштабі, описаного ще Девідом Юмом і заснованого на монетарних чинниках і змінних, Манделл сформулював динамічні моделі, що описують виникнення та усунення тривалих дисбалансів. Манделл, використовуючи просту динамічну модель, ілюструє, як два інструменти – національний бюджет і облікова ставка – можуть бути направлені на досягнення однієї з двох цілей – зовнішньої або внутрішньої рівноваги. Звідси випливає, що два інститути влади – уряд і центральний банк – повинні відповідати кожен за свій інструмент стабілізаційної політики. Висновок Манделла був простим і зрозумілим. Аби запобігти настанню динамічної нестабільності в економіці, відповідальність за проведення політики повинна розподілятися відповідно до ступеня впливу інструментів політики на відповідні ринки.

Теорія Манделла являє собою модель малої відкритої економіки; де як основні інструменти грошово-кредитної політики розглядаються відсоткові ставки та валютний курс, об'єктом впливу при цьому є показник чистого експорту, а метою впливу – зміни обсягу ВВП. У цій моделі аналізуються два типи режимів валютного курсу: фіксований і плаваючий і приходять до висновку, що в умовах фіксованого валютного курсу більш ефективними є інструменти фіскальної політики, а при плаваючому режимі валютного курсу більш дієвими є заходи монетарної політики.

Важливе місце у сучасних дослідженнях посідають проблеми таргетування важливих параметрів грошової системи. Об'єктами таргетування можуть бути темпи підвищення внутрішніх цін, грошові агрегати, процентні ставки, динаміка валютного курсу. Перша проблема полягає в тому, що оцінити заздалегідь ефективність того чи іншого режиму грошово-кредитної політики неможливо, бо його вплив проявляється через певний час. Друга проблема полягає в тому, що ефективність режиму грошово-кредитної політики серйозно залежить від внутрішніх економічних умов, рівня розвитку товарних і фінансових ринків, структури національної економіки. Це означає, що результати застосування одного й того самого режиму грошово-кредитної політики матимуть значні відмінності для країн з різним рівнем економічного розвитку. У цілому, можна зазначити, що режими таргетування процентних ставок і грошових агрегатів є менш ефективними в досяг-

ненні кінцевих цілей монетарної політики, ніж режими таргетування інфляції та валютного курсу.

Для успішного функціонування кожного з монетарних режимів, за інших рівних умов, необхідно враховувати ступінь відкритості економіки, стабільність співвідношення монетарних агрегатів, інфляції, ступінь впливу процентних ставок центрального банку на економічний процес.

Розділ 2

АНАЛІЗ ВИКОРИСТАННЯ ГРОШОВО-КРЕДИТНИХ ЗАСОБІВ РЕГУЛЮВАННЯ: ВІТЧИЗНЯНИЙ І ЗАРУБІЖНИЙ ДОСВІД

2.1. ФІНАНСОВО-КРЕДИТНА ПІДТРИМКА ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ В КРАЇНАХ З РОЗВИНУТОЮ РИНКОВОЮ ЕКОНОМІКОЮ

У країнах з розвинутою ринковою економікою вже з 70-х років ХХ ст. активно розглядалася проблема оцінки значення науки для соціально-економічного розвитку. Одночасно розроблялися підходи до розвитку національної інноваційної системи, головною метою якої стало створення умов для активного залучення науки до вирішення проблем сталого економічного зростання.

Державне стимулювання інноваційної діяльності в західноєвропейських країнах поєднує прямі та непрямі форми. Значна увага надається створенню і розвитку малих інноваційних підприємств. Державна підтримка інноваційних процесів у розвинутих країнах спрямована переважно на стимулювання інноваційних процесів; підтримку співробітництва університетів і кооперації інноваційно спрямованих підприємств; удосконалення системи охорони інтелектуальної власності; удосконалення інформаційних послуг; удосконалення антимонопольного законодавства.

Всі зазначені аспекти державної підтримки інноваційних процесів в Україні потребують удосконалення, тому важливим є аналіз апробованих у розвинутих країнах заходів та інструментів стимулювання інноваційної діяльності.

Державна політика розвинутих країн щодо підтримки інновацій за ступенем державного регулювання має певні відмінності. У США та Великобританії держава найменше втручається в економіку, зокрема в інноваційну діяльність. У Франції та Японії, навпаки, держава надзвичайно активно підтримує інноваційний процес, застосовуючи різноманітні методи та інструменти. Але, незважаючи на відмінності, нині серед розвинутих країн неможливо виокремити таку, в якій держава за допомогою тих чи інших заходів не прагнула б підтримувати інноваційний процес.

Характерними рисами фінансово-кредитної підтримки інноваційної діяльності в розвинутих країнах на межі ХХ-ХХІ ст. є формування

міжнародних інститутів, завданням яких є пряма підтримка інноваційного процесу, та надання значної уваги підтримці малого та середнього бізнесу. Зокрема, яскравим прикладом того, наскільки значна увага підтримці інноваційної діяльності надається, наприклад, в Європі є той факт, що спільними урядовими рішеннями країн – членів ЄС – сформовано ряд інститутів, завданням яких є пряма підтримка інноваційного процесу: Європейський інвестиційний банк, Європейський інвестиційний фонд, спеціальна програма підтримки малого бізнесу. Майже половина кредитів Європейського інвестиційного банку, що спрямовувались на потреби промисловості, призначались малим підприємствам, причому пріоритетним було надання венчурного капіталу невеликим компаніям, що працюють у сфері нових технологій. Європейський інвестиційний фонд підтримує інноваційну діяльність двома шляхами: надання гарантій фінансовим посередникам, що полегшує доступ підприємствам до інвестиційних ресурсів, та інвестування у венчурні компанії [63].

Фінансові системи розвинутих країн мають певні регіональні особливості. Науковці виокремлюють “американську модель” фінансового ринку та “банківську модель”. Американська модель притаманна таким країнам, як США, Канада, Австралія тощо. Дана модель, яку також називають “ринково орієнтованою” або “з широкою участю”, передбачає домінування на фінансовому ринку небанківських посередників високий рівень розвитку фондового ринку. Банківська або ж “континентальна” модель характерна для Європи, Японії. За такої моделі саме банки надають основний обсяг фінансових послуг і характеризуються високим рівнем універсалізації. При цьому фондовий ринок є менш розвинутим.

США характеризуються зрілою підприємницькою культурою у сфері інноваційної діяльності та розвинутою системою спеціалізованих банків. Це призвело в поєднанні з регіональною концентрацією до появи нового підприємницького класу – спеціалістів з інноваційної діяльності [10]. У США за даними 2005 року банки пропонували свої продукти з гарантіями SBA, які часто є добре пристосованими до потреб інноваційних підприємств. Основна інфраструктура фінансових продуктів для інноваційного бізнесу (види фінансових послуг, умови їх отримання, оплати, авторизація, канали дистрибуції) затвердилася давно і функціонує досить успішно. Окрім кредитних продуктів, пов’язаних з федеральними програмами, американські банки тісно співпрацюють з венчурними фірмами. Як правило, американські банки виконують додаткову функцію у фінансуванні, забезпечуючи інвестиційні кредити. Ці кредити є додатковим фінансовим ресурсом, який доповнює зовнішні фінансові потоки з венчурних фірм, “бізнес-

ангелів” або більших підприємств. Банки надають перевагу фірмам, які перебувають у фазі сильного зростання, хоч не обов’язково отримують значні доходи чи мають в наявності продукти, які характеризуються значним ринковим потенціалом.

Розрізняють три типи банків, які обслуговують технологічний бізнес у США:

1. Невелика кількість малих спеціалізованих банків, часто з активами нижче 1 млн. дол. США, які надають кредити для малих і середніх підприємств, що перебувають на початкових стадіях розвитку і не приносять доходів. Такі підприємства мають помірні фінансові потреби.

2. Більшість спеціалізованих банків, які обслуговують технологічні фірми, котрі вже почали генерувати прибутки. Такі банки є більшими, ніж попередня група, і мають значно більші можливості кредитування і задоволення фінансових потреб фірм, які перебувають у фазі інтенсивного розвитку.

3. Великі банки, які пропонують послуги для великих фірм, наприклад, за допомогою організації консорціумних кредитів. Таким банкам необхідно краще розуміти потреби технологічного сектора, оскільки банки не хочуть піддаватися великому ризику. Водночас вони відчують постійну конкуренцію з боку лізингових фірм і позикодавців, які сконцентровані на фінансуванні активів.

Банки, які спеціалізуються на фінансуванні технологічного бізнесу, пропонують такі типові продукти: управління фінансовими потоками, кредитні послуги, інвестиційні банківські послуги, інтернет-банкінг і операції на фондовому ринку. Спеціально створені відділи здійснюють у межах банку фінансування трансакцій типу “венчурний капітал”. Загалом кредитні продукти в США для технологічного бізнесу трактують як доповнення до венчурних механізмів. Деякі американські банки мають у своїй структурі спеціалізовані фірми, які займаються венчурним фінансуванням. Це гарантує з боку банку комплексність послуг, що надаються [42].

Нині в європейських країнах здійснюються пошук та апробація ефективних інструментів стимулювання інноваційного розвитку, значна увага при цьому надається саме фінансовим питанням і кредитним інструментам. Фінансові проблеми характерні насамперед для малих і середніх компаній, які не мають, на відміну від великих корпорацій, значних власних ресурсів. Але частка малого та середнього бізнесу в розвинутих країнах досить значна. Тому на етапах створення та становлення такий бізнес потребує альтернативних джерел фінансування, зокрема банківських. За даними 2000 року 15 % банків у Європі застосовували щодо інноваційних фірм дешеві кредити, бізнес і фінансові консультації, тренінги, змінні відсоткові ставки залежно від розвиненості

компаній; 10 % банків вели окремий реєстр операцій з інноваційними компаніями [10].

Цікавим є французький досвід щодо апробування нових банківських інструментів стимулювання інноваційного розвитку, зокрема підтримка трансферу технологій шляхом надання кредитів честі, які передбачають надання позики на створення малого підприємства (безпроцентна), надається фізичній особі, яка є чесною та зарекомендувала себе в минулому як здібний організатор. Умовою повернення позики є успішна реалізація проекту. За даними 2003 року вже 90 % таких малих підприємств існували і успішно функціонували більше п'яти років [55]. Також для європейської практики характерним є концентрування уваги на розвитку регіональних відділень банків чи регіональних банків, адже саме такі банки володіють більш повною інформацією на місцевому рівні; стимулювання розвитку мереж “бізнес-ангелів”, метою функціонування яких є пошук інвесторів для малих компаній і виконання ними консультаційних функцій. За державної підтримки створюються консультаційні центри з технологічної інформації та центри бізнес-зв'язків.

Проблема забезпечення та гарантій зазвичай обмежує активність комерційних банків щодо фінансування інноваційних фірм, особливо малих, які не мають значних матеріальних цінностей, що можуть виступати як забезпечення. В європейській практиці фінансування інноваційної діяльності комерційними банками виділяють дві групи, які мають регіональний характер. Значна кількість норвезьких, шведських, фінських, датських банків не надають пріоритету забезпеченню та гарантіям. Основна увага приділяється аналізу бізнес-пропозиції, індивідуальним особливостям проекту. Навпаки, британські банки насамперед аналізують якість забезпечення, особливо матеріальних активів [10].

Європейські комерційні банки значну увагу надають ефективності адміністрування ризиків, зважаючи на високий ризик впровадження нових продуктів на нові ринки, швидкі технологічні зміни і посилення глобальної конкуренції. Тому стандартними послугами європейських комерційних банків є пакети для інноваційного бізнесу, кредитні гарантії, спеціальні схеми оцінки проектів, доступ до експертів у галузі високих технологій і засобів побудови безпеки. Пакети для інноваційного бізнесу включають можливість доступу до дешевих або преференційних кредитних ліній, публічних субсидій або грантів. Іноді банки надають кредити з відстрочки сплати відсотків. Також у діяльності європейських комерційних банків існує практика поєднання кредитних інструментів з можливістю входження банку у власний капітал

підприємства. Європейські комерційні банки часто адмініструють субсидії та дотації, які надані урядом або органами місцевого самоврядування, намагаються додати їх до свого пакета послуг [42].

В Японії щодо фундаментальних досліджень застосовують переважно непрямі форми державного фінансування інноваційної діяльності. Суб'єкти господарювання, які здійснюють НДДКР, отримують пряму фінансову допомогу лише частково. Уряд Японії створив систему фінансування НДДКР, яка дозволяє спрямовувати кошти кредитно-фінансових установ у пріоритетні виробництва і галузі економіки. Державна промислова політика Японії передбачає прямий і непрямий розподіл кредитно-фінансових ресурсів, запровадження практики перекредитування. В Японії існує практика застосування стратегії заниженого рівня процентних ставок і створення погоджувальних рад “банк – уряд – суб'єкт економіки”, які координують кредитування за спеціально виділеними кредитними лініями. У реалізації інноваційної стратегії розвитку японської економіки важливу роль відіграють Японський банк розвитку і Бюро трастових фондів, які виконують основний обсяг робіт з реалізації державної програми позик та інвестицій для розвитку інноваційного підприємництва. Важливою перевагою японського досвіду здійснення державної інноваційно-інвестиційної стратегії є її гнучкість, зокрема державна інвестиційна програма оперативно змінюється відповідно до змін економічної кон'юнктури [4].

В Японії значно розвинута практика кредитування малих і середніх підприємств: за даними 2002 року майже 50 % всіх кредитів надавалися саме таким підприємствам. Місцеві комерційні банки взаємодопомоги 100 % кредитів надавали малим інноваційним підприємствам. В Японії використовуються спеціальні механізми фінансової підтримки малих інноваційних підприємств, в основі яких знаходяться “м'які позики”. “М'яка позика” для малих інноваційних підприємств передбачає сплату половини звичайної процентної ставки за використання кредиту. Стимулювання інноваційної діяльності також відбувається в напрямі стимулювання кооперативної діяльності малих інноваційних підприємств. Японський підхід до об'єднання малих інноваційних підприємств в кооперативи передбачає можливість отримати землю, пільгові кредити задля розвитку нових технологій [4].

Таким чином, слід акцентувати увагу на тих аспектах досвіду розвинутих країн щодо грошово-кредитного та фінансового стимулювання інноваційної діяльності, які є досить актуальними для вітчизняної практики: участь у діяльності міжнародних інститутів, що здійснюють фінансову підтримку інноваційної діяльності; поєднання прямих

і непрямих інструментів стимулювання інновацій; розвиток спеціалізованих фінансово-кредитних інститутів задля кредитування інноваційних проектів; підвищення уваги до стимулювання малого та середнього інноваційного бізнесу, активне застосування щодо них кредитних пільг.

2.2. ВИКОРИСТАННЯ ГРОШОВО-КРЕДИТНИХ ЗАСОБІВ У ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ЕКОНОМІКАХ

Колишні соціалістичні країни (постсоціалістичні) здійснюють перехід від командно-адміністративної економіки до ринкової. До групи країн з перехідною економікою належать країни СНД, Балтії, Центральної та Східної Європи (колишні члени РЕВ) і Китай. Особливість перехідної економіки полягає в тому, що вона вже не є плановою, але ще й не набула усіх характеристик ринкової економіки. У такій економіці діють механізми обох типів систем і водночас важливу роль відіграють неекономічні фактори розвитку.

Процес трансформації в перехідних економіках передбачає створення грошово-кредитної системи, що відповідає потребам розвитку ринкової економіки, забезпечує ефективність виробництва та включення національної економіки в міжнародний поділ праці. Вирішення цих завдань потребує трансформації існуючих і створення нових необхідних елементів і структур грошово-кредитних систем. Нових форм та якості набирає грошово-кредитна політика держави, спрямована передусім на забезпечення фінансової стабільності через використання непрямих методів регулювання. Важливим напрямком формування національної ринкової економіки у країнах СНД стало створення самостійних грошових систем. Національні валюти запроваджено в Росії (1992 р.), у Вірменії, Білорусі, Казахстані, Киргизстані, Молдові, Туркменістані (1993 р.), в Азербайджані, Узбекистані (1994 р.), у Грузії, Таджикистані (1995 р.), в Україні (1996 р.). У переважній більшості держав СНД спостерігається тенденція до зниження курсу національних валют стосовно долара США. Вкрай негативно вплинула на економіку країн СНД фінансова криза 1998 р. У результаті кризи істотно знизилися курси національних валют у Білорусі – у 2,1 раза, Киргизстані – на 46,4 %, Молдові – на 74, Таджикистані – на 30,6, в Україні – на 52,3 % [114].

1 січня 2009 року на виконання однієї з вимог МВФ щодо надання кредиту та для посилення експортних галузей промисловості Національний банк Білорусі провів девальвацію національної валюти. Девальвація білоруського рубля щодо долара становила майже 20 %.

Національний банк Казахстану провів масштабну девальвацію національної валюти – тенге. Курс тенге знизився щодо американського долара більш ніж на 20 %. Коридор обмінного курсу тенге був встановлений на рівні 150 тенге за долар плюс-мінус 3 %, або 5 тенге. Починаючи з жовтня 2008 року казахський Нацбанк направив на підтримку курсу тенге шість мільярдів американських доларів. Рейтингове агентство Standard & Poor's заявило, що девальвація тенге загрожує національній економіці Казахстану. По-перше, девальвація вплине на банківський сектор, де існує високий рівень зовнішньої заборгованості. По-друге, існує ймовірність подальшого зниження впевненості в стабільності кредитно-грошової системи та, відповідно, довіри до банківської системи. Це, у свою чергу, може призвести до масового зняття банківських депозитних вкладів [44; 50].

Національний банк Таджикистану прискорив девальвацію національної валюти – сомоні. За тиждень курс сомоні щодо американського долара знизився на 4 %. За місяць курс сомоні щодо долара знизився більш ніж на 10 %. Національний банк Таджикистану підтримує курс національної валюти за рахунок валютних інтервенцій. З грудня 2008 року на ці цілі Нацбанком було витрачено 50 млн. дол., причому золотовалютні резерви держави за час фінансово-економічної кризи зменшились майже удвічі та становлять менше 200 млн. дол. [20].

Одним із негативних наслідків перетворень в економіках країн СНД стала інфляція, що відзначалася винятково високими темпами і дестабілізувала економіку.

Основні чинники інфляції:

- лібералізація цін (з 1 січня 1991 р. було запроваджено нові оптові преїскуранти на основні сировинні матеріали);
- високий рівень монополізації економіки, що давало можливість запровадити монопольне ціноутворення;
- різке зменшення обсягів виробництва внаслідок розпаду єдиного народногосподарського комплексу СРСР;
- здійснення у великих обсягах грошової емісії для покриття касових розривів державних бюджетів;
- ажіотажний попит на споживчих ринках.

Невід'ємними елементами нових кредитних систем у країнах СНД є комерційні банки. В умовах зниження обсягів прямого державного фінансування вони покликані вирішувати питання кредитування економіки. Проте фінансова криза дуже обмежує їх можливості. Щоб забезпечити ефективний розподіл ресурсів у ринковій економіці, потрібні механізми визначення реальної вартості капіталу та переливання капіталів між сферами економіки. Формування таких механізмів передбачає розвиток фінансового ринку.

Останнім часом все більшого значення у формуванні фінансових потоків у трансформаційних економіках набуває допомога Міжнародного валютного фонду (МВФ) та інших фінансових установ. МВФ – спеціальне агентство ООН, членами якого є 185 країн світу. Створений 27 грудня 1945 року. Штаб-квартира знаходиться у Вашингтоні (США).

Основна мета: фінансова допомога при валютних ускладненнях, шляхом надання короткострокових і середньострокових кредитів в іноземній валюті.

З початку листопада 2008 року МВФ, в рамках боротьби з наслідками фінансової кризи, планує надати кредити Пакистану (за різними даними, від 7,6 до 14,5 млрд. доларів), Ісландії (2 млрд. дол.), Угорщині (14,5 млрд. дол.), Україні (16,5 млрд. дол.), Латвії (1,6 млрд. дол.), Білорусі (2,5 млрд. дол.) та Сербії (530 млн. дол.) [4].

МВФ виділив Білорусі стабілізаційний кредит. Загальна сума кредиту становить 2,5 млрд. дол. Представник Національного банку Білорусі повідомив, що гроші будуть зачислені в склад золотовалютних резервів та, за необхідності, використовуватися для підтримки курсу білоруського рубля шляхом проведення валютних інтервенцій. За станом на 1 січня 2009 року золотовалютні резерви Білорусі становили 3,061 млрд. дол. Перший транш на суму 788 млн. дол. виділено негайно, інші кошти будуть перераховуватися за необхідності [9].

МВФ виділив Сербії стабілізаційний кредит. Загальна сума кредиту становить 530 мільйонів дол. Кредит надається Сербії строком на 15 місяців з метою “підтримки урядової програми, спрямованої на забезпечення макроекономічної та фінансової стабільності в країні”. Перший транш на суму 353 млн. дол. Сербія отримає негайно, інші кошти будуть перераховуватися за необхідності.

Міністри фінансів країн Європейського Союзу схвалили виділення Латвії кредиту на суму 3,1 млрд. євро для боротьби з наслідками світової фінансової кризи. Кредит буде виділений шістьма траншами протягом двох років. На початку березня 2009 р. Європейська комісія надала Латвії 1 млрд. євро – перший транш кредиту розміром 3,1 млрд. євро для подолання економічного спаду. Кредит було надано зі спеціального фонду ЄС, створеного для допомоги країнам, що не входять до Єврозони та мають дефіцит платіжного балансу. Загалом міжнародні організації та європейські держави надали Латвії кредитів на загальну суму 7,5 млрд. євро. Зокрема, крім ЄС, допомогу Латвії надали:

МВФ – 1,7 млрд. євро, Скандинавські країни – 1,8 млрд. євро, ЄБРР – 0,4 млрд. євро, Чехія, Польща, Естонія – разом 0,5 млрд. євро.

Міжнародні фінансові інститути нададуть протягом 2009-2010 років країнам Центрально-Східної Європи допомогу. Світовий банк, Європейський банк реконструкції та розвитку та Європейський інвестиційний банк нададуть допомогу банкам та підприємствам країн Центральної та Східної Європи на суму 24,5 млрд. євро. ЄБРР надасть допомогу в розмірі 6 млрд. євро, ЄІБ – 11 млрд. євро, Всесвітній банк – 7,5 млрд. євро. Допомога буде надана у формі прямих вливань у капітал, скуповуванні боргових зобов'язань, наданні кредитних ліній і гарантій за кредитами [7].

Вірменія отримає від МВФ 540 млн. дол. кредиту. Вірменія та МВФ затвердили надання кредиту в розмірі близько 540 млн. доларів. Про це офіційно повідомили в представництві МВФ у Вірменії. Кредит спрямований на подолання наслідків глобальної кризи, відновлення довіри до національної валюти та фінансової системи, а також на захист незаможних верств населення. Після затвердження кредиту Вірменія відразу отримала першу його частину – близько 237 млн. дол. Решта суми буде виплачена дев'ятьма траншами за результатами квартальних звітів [100].

Румунія досягла з Міжнародним валютним фондом угоди про кредит у розмірі 20 млрд. євро. Згідно з головною вимогою договору, Румунії необхідно буде утримати дефіцит бюджету на рівні 4,6 % ВВП. Цей кредит потрібен їй для реалізації урядової програми підтримки економіки, а також на покриття частини дефіциту платіжного балансу та дефіциту державного бюджету.

У багатьох країнах важливим інструментом мобілізації фінансових ресурсів для розвитку виробництва стали такі інститути фінансового ринку, як фондові біржі. Масштаби їх діяльності визначаються насамперед глибиною процесів приватизації у країні. Але в умовах трансформації економік фондові біржі ще не набули великого значення в регулюванні фінансового ринку.

У країнах Центральної та Східної Європи одним із пріоритетних завдань ринкових реформ стало формування ефективної системи кредитно-грошового регулювання, що дає можливість прискорити вирішення проблем фінансової стабілізації, стимулювання інвестиційної активності, підвищення конкурентоспроможності вітчизняних виробників, стабілізації рівня життя населення. Щоб вирішити ці завдання, необхідно здійснити цілеспрямовану реформу фінансової системи.

У ринковій економіці фінансовий сектор перебуває в центрі мобілізації та розподілу ресурсів, ціноутворення й оцінки ризику. У плановій економіці функції мобілізації коштів виконує податкова система, а фінансова – примітивна і пасивна – ігнорує чинники ризику і пристосовується до планових запитів кредитів. Тож реформа і розвиток фінансового сектора життєво важливі для системних реформ. Країни Центральної та Східної Європи приділяють основну увагу реформі фінансової системи.

Складовою політики стабілізації у країнах, що зазнали значних темпів інфляції, було здійснення грошових реформ. Прикладом успішного здійснення грошової реформи у Словенії було запровадження національної грошової одиниці. 25 червня 1991 р. було проголошено мораторій незалежності Словенії. Виконуючи його, Скупщина Словенії прийняла пакет із шести законів щодо становлення власної грошової системи. Було віддруковано купони без назви грошової одиниці за підписом Міністерства фінансів, бо Національного банку на той час ще не існувало. У Словенії було створено спеціальну парламентську комісію з питань грошової політики. У жовтні 1991 р. Скупщина Словенії ухвалила закон про національну валюту, назвавши її толаром. Грошова реформа здійснювалась у два етапи.

На першому етапі югославські динари обмінювали на словенські купони за курсом 1:1. На той час у Словенії був введений так званий політичний курс динара до німецької марки – 1:13. Курс толара було оголошено у співвідношенні 1:32, проте це не дестабілізувало ситуацію. Народний банк Словенії узяв на себе функцію центрального банку, вилучивши всю динарову готівку і безготівкові баланси. Через тиждень, коли курс толара стабілізувався, було здійснено його ревальвацію (1 динар : 0,8 толара), щоб захистити нову валюту від динарової інтервенції. Ці заходи вживалися за порадою консультантів ЄБРР та американських фінансових кіл. Допомогу надавав також Федеральний банк Німеччини. Словени використали німецьку модель, пристосувавши її до своїх умов.

На другому етапі банк запровадив в обіг повноцінні купюри. Толар вдалося стабілізувати і зробити його конвертованим. Інфляція зменшилася з 20 до 1,5-4 % на місяць. Обмінний курс національної валюти стосовно вільно конвертованої валюти було встановлено вищим за реальний паритет купівельної спроможності з метою зміцнення довіри до національної валюти і створення тим самим сприятливих умов для збільшення експорту [47].

Банківська система більшості країн з плановою економікою на початку реформування мала такий вигляд: фінансова система включала центральний і комерційний банки, що обслуговують підприємства,

ощадний банк, що приймає вклади від громадян і займається кредитуванням (здебільшого іпотечним) індивідуальних клієнтів, зовнішньоторговельний банк, що здійснює операції з іноземною валютою, і страхову компанію. Вони перебували у власності держави. Процентні ставки були, як правило, дуже низькі і ще нижчі – за депозитами фірм та іпотечними кредитами. Гроші з рахунків в ощадному банку зазвичай спрямовувалися у виробничий сектор через центральний банк. Керування в умовах ризику, політика ціноутворення, критерії доцільності не відігравали ролі в розподілі ресурсів, нормуванні та контролі, в організації потоків фінансової інформації. Норми бухгалтерського обліку не відповідали звичайним стандартам, не було незалежного аудиту. Діяльність центрального і комерційного банків, ринку цінних паперів регламентувалася законодавством, а клієнти кредитно-фінансових установ не мали навичок спілкування з ринковими структурами.

Стратегічним напрямком реформ у кредитній сфері країн Центральної і Східної Європи стала принципова відмова від монополії держави на банківські послуги, організаційно оформлена у переході до дворівневої банківської системи. На першому рівні перебував Центральний державний банк, на другому – комерційні банки та інші фінансові інститути (мають право здійснювати окремі банківські операції). Рівні банківської системи нового типу відносно виокремлені, але у функціонуванні взаємозалежні й утворюють єдиний сектор грошово-кредитної економіки.

Особливу увагу у реформуванні банківського сектора було приділено створенню ефективної системи правового регулювання та контролю за діяльністю фінансової системи. На початковому етапі реформ у регіоні було прийнято закони про центральні банки, про банки і банківську діяльність, про фінансові інститути та інші, що регулюють основні види діяльності цього сектора економіки.

Центральні банки в країнах Центральної та Східної Європи виконують певні функції.

Макроекономічне регулювання – контроль за зміною грошової маси в обігу і відповідно за стабільністю національної валюти. Для цього використовуються такі інструменти:

- офіційні дисконтні ставки;
- норма обов'язкових мінімальних резервів, що депонуються в центральних банках (резервні вимоги);
- рефінансування банків і кредити уряду;
- валютні інтервенції: операції з державними цінними паперами;
- установлення цільових орієнтирів на збільшення грошової маси; кількісні кредитні обмеження.

Регулювання та здійснення нагляду за діяльністю інститутів, що надають банківські послуги, за такими основними критеріями: достатність капіталу, якість активів з урахуванням ступеня ризику, якість менеджменту, ліквідність, прибутковість.

Комерційна діяльність, що здійснюється як безпосередньо, так і через участь у капіталах банків країни (переважно колишніх державних). Ця сфера діяльності центральних банків зі зміцненням ринкових відносинах у країнах зазначеного регіону постійно скорочується, хоча в умовах перехідного періоду відмовлятися від неї повністю не можна.

Згідно із законодавством країн Центральної та Східної Європи основна і виняткова функція комерційних банків – залучати і розмішувати на принципах вільної ринкової конкуренції тимчасово вільні кредитні ресурси юридичних осіб і населення. Ця функція перебуває під контролем і регулюється центральними банками.

До основних видів операцій комерційних банків належать:

- залучення вкладів юридичних і фізичних осіб;
- розміщення вкладів від свого імені і за свій рахунок на умовах повернення, платоспроможності й строковості;
- відкриття і ведення банківських рахунків юридичних і фізичних осіб, їх касове обслуговування;
- купівля-продаж іноземної валюти;
- інкасація коштів, платіжних і розрахункових документів;
- видача банківських гарантій.

Комерційні банки мають право також здійснювати довірче керування коштами та іншим майном за угодою із юридичними і фізичними особами, операції з цінними паперами, лізингові операції, надавати консультаційні послуги.

Особливості створення комерційних банків та їх функціонування зумовлені передусім характером трансформаційних процесів, що відбуваються в економіках країн регіону. Основні з них – неоднорідність фінансових установ, нерівноправне їх становище щодо можливостей отримати фінансові ресурси.

Крім цього, регіональна і функціональна спеціалізація та обмеження кількості клієнтів, що користуються послугами одного банку, перешкоджали підвищенню ефективності банківської системи, посиленню конкуренції. Хоча нові закони розширили сферу діяльності банків і дали змогу створити нові банки, фінансова система була нерозвиненою. У Польщі, наприклад, на 40 тис. чол. було лише одне відділення банку, тоді як у Західній Європі одне відділення обслуговувало 10-15 тис. чол. У фінансовому секторі зайнято всього 1,2 % робочої сили. Він не спроможний здійснювати велику кількість операцій, швидкість розрахунків порівняно зі стандартами ринкових країн низька.

Югославська банківська система розвивалася інакше. Після ліквідації в 1971 р. монопольної структури до 1988 р. було створено близько 360 нових банків, що належали, як правило, асоціаціям підприємств, які водночас були основними клієнтами. До банків центральної банківської системи входили Національний банк Югославії і вісім регіональних національних банків.

В Югославії та Польщі у 80-х роках ХХ ст. істотно збільшилися валютні депозити. За валютні зобов'язання у країнах Центральної та Східної Європи відповідав центральний або зовнішньоторговельний банк. Девальвація призвела до помітного скорочення валютних ресурсів. Національний банк Югославії зазнав втрат, що становили 60 % усього капіталу, а польський “Банк Хандловий” втратив суму в сім разів більшу, ніж його капітал [47].

Важкою спадщиною стали борги підприємств і субсидії на позички під нерухомість. Вони завдали серйозних збитків у перші роки сповільнення економічного зростання за порівняно високих капіталовкладень. У жодній країні неможливо точно оцінити ці втрати, і вони, звичайно, збільшуються, поки тривають економічні реформи. У деяких країнах внутрішня заборгованість знизилася через інфляцію.

Можливості позабанківського фінансування у країнах Центральної і Східної Європи були обмежені. Виняток становили взаємні кредити, обсяг яких істотно збільшився у 80-х роках ХХ ст. із розширенням самостійності підприємств. В Югославії вони стрімко збільшувалися протягом 80-х років, в Угорщині – в 1988 р., зі здійсненням жорсткої грошової політики, а в Польщі у середині 90-х років ХХ ст. вони перевищили банківські кредити. Хоча цей процес якоюсь мірою можна вважати показником нормального розвитку комерційних відносин, взаємні кредити за відсутності оцінки ризику (особливо при монополістичній структурі торгівлі) загальмували макроекономічну стабілізацію та раціоналізацію виробничої діяльності, а також спричинили загрозу системної неплатоспроможності. Ринок цінних паперів почав розвиватися наприкінці 80-х років ХХ ст., але роль його поки що незначна через нечіткість права власності та недостатньо розроблені процедури банкрутства.

Велике значення для фінансової стабілізації країн з трансформаційною економікою відіграє державна допомога реальному сектору економіки та підтримка окремих галузей економіки. Уряд Китаю планує виділити 130 млрд. юанів (близько 19 млрд. дол.) у рамках другого етапу програми економічних стимулів. Гроші, зокрема, планується виділити на такі заходи: будівництво доступного житла (28 млрд. юанів), електропостачання, водопостачання та дороги (31,5 млрд. юанів),

охорона здоров'я та освіта (17 млрд. юанів), захист навколишнього середовища (11 млрд. юанів), реструктуризація економіки (15 млрд. юанів), великі інфраструктурні об'єкти (27,5 млрд. юанів) [6].

Уряд Росії надасть допомогу автомобілебудівній компанії "ГАЗ". Перший віце-прем'єр уряду Ігор Шувалов заявив, що уряд розгляне план підтримки одного із лідерів автомобілебудівної промисловості Росії – групи ГАЗ. Компанія запросила в уряду фінансову підтримку у розмірі 1,6 млрд. дол.

Шувалов повідомив, що уряд розглядає можливість допомоги компанії шляхом надання державних гарантій, оформлення податкової заборгованості, надання кредитів через державні банки [13].

Для підтримки банківської системи уряд Росії планує виділити 40 млрд. дол. У 2008 році уряд вже виділив банкам кредити на загальну суму близько 900 млрд. рублів. Умовою отримання державної підтримки буде видання банками, що отримують таку підтримку, кредитів бізнесу.

Центральний банк РФ прийняв рішення розширити список активів, під які ЦБ виділяє фінансування, включивши до нього акції та облигації системоутворюючих підприємств країни. Список цих підприємств був створений урядом Росії в грудні 2008 року. До нього увійшли 295 російських державних і приватних організацій.

Уряд Литви затвердив план стимулювання бізнесу, відповідно до якого на його підтримку буде виділено до 5,7 млрд. литів (близько 1,7 млрд. євро). Буде створено наглядовий комітет, що здійснюватиме нагляд за виконанням плану, а також складено список відповідальних осіб, що розроблятимуть конкретні заходи щодо реалізації окремих частин плану.

Центральний банк Росії найближчим часом може прийняти рішення про можливість рефінансування банків під заставу золота. Попит на цей інструмент навряд чи буде великим, проте для деяких банків, що спеціалізуються на операціях із золотом, готовність ЦБ кредитувати під заставу золотом може бути цікавою.

Уряд РФ розглядає можливість надати в 2009 році державну допомогу автоконцерну "АвтоВАЗ" на суму 26 млрд. руб. у зв'язку з тим, що автомобілебудівна компанія не може розрахуватися з постачальниками, а в заставі під кредит у розмірі 36 млрд. руб. знаходиться 60 % активів компанії [15; 93].

Влада Китаю планує консолідацію і концентрацію в автомобілебудівній і металургійній галузях. Держрада КНР збирається зосередити основні потужності в рамках 5 металургійних компаній і двох або трьох виробників сталі. Трьома найбільшими гравцями в чорній металургії

є Baosteel Group, Anben Iron & Steel і Wuhan Iron & Steel, що виробляють більше 50 млн. тонн сталі на рік. На частку п'яти найбільших виробників сталі повинно припадати більше 45 % випуску продукції в Китаї [4].

Уряд Таїланду розробив план порятунку туристичної галузі, що переживає різкий спад у зв'язку зі світовою економічною кризою та масовими безпорядками, що охопили країну наприкінці 2008 року. За прогнозами уряду, в 2009 році Таїланд відвідають всього лиш 6-7 млн. туристів порівняно з 14,5 млн. у 2007 році та 13,5 млн. у 2008. План, на який урядом виділено близько 1 млрд. батів (26,5 млн. дол.), включає такі заходи:

- буде скасована плата за туристичні візи для громадян усіх держав. Цей захід діятиме протягом шести місяців з можливістю продовження ще на півроку;
- буде зменшене податкове навантаження на готельний бізнес;
- державний авіаперевізник “Thai Airways” знизить тарифи до 50 %;
- державна компанія “Thailand Airports” зменшить збори з авіаперевізників;
- банкам рекомендовано кредитувати туроператорів на пільгових умовах;
- вхід у національні парки стане безоплатним (зараз він становить близько 5,5 дол.);
- будуть збільшені маркетингові бюджети із просування туризму Таїланду в інших країнах [47].

Реформи фінансового сектора у країнах Центральної та Східної Європи спричинили багато проблем. Передусім треба зазначити, що реформувати фінансовий сектор у цих країнах було складніше, ніж у країнах із ринковою економікою, оскільки необхідно було не просто лібералізувати фінансову діяльність, а кардинально її перебудувати і пожвавити. Існуюча система банківських розрахунків технічно й організаційно потребувала удосконалення. Необхідно було переглянути процентні ставки і правила оподаткування кредитно-фінансових установ, посилити механізми мобілізації капіталу та розробити нову кредитну політику. Банкам та їх клієнтам потрібні були належна інформаційна система, незалежний фінансовий контроль, які б забезпечували законодавчо процедуру стягнення боргів і розв'язання інших проблем. Держава повинна була встановити розумний контроль за фінансовими інститутами і регулювати їх діяльність, заохочуючи до конкуренції. Нарешті, у перехідний період життєво важливо мати механізми контролю за грошовим агрегатом, адже забезпечити ефективний макроекономічний контроль неможливо без розв'язання проблем

надлишкової грошової маси, дефіциту державного бюджету та бюджетів підприємств, нагромадження безнадійних боргів і скорочення валютних резервів.

Одним з інструментів грошово-кредитного контролю з боку держави є зниження ставок рефінансування та податкового тиску. Ставка рефінансування (облікова ставка) – ставка, за якою центральні банки кредитують комерційні банки. Ставка рефінансування є одним із важелів впливу на економіку. Змінюючи ставку рефінансування, держава може регулювати рівень ліквідності в банківській системі, кредитні та депозитні ставки.

Зниження ставки рефінансування дозволяє впливати на:

- інфляцію (чим вища ставка рефінансування, тим менша пропозиція грошей та інфляція);
- величину кредитних і депозитних ставок комерційних банків;
- темпи зростання (зниження ставки впливає додаткову ліквідність на ринок і стимулює розвиток економіки).

Європейський центробанк (ЄЦБ) знизив базову ставку з 2 до 1,5 %. Даний показник є мінімальним в історії ЄЦБ. За останні півроку Центробанк ЄС зменшив ставку на 2,75 процентного пункту.

Зниження ставки рефінансування та кредитних ставок неможливе без сповільнення темпів інфляції в країні. Ставка рефінансування безпосередньо пов'язана з інфляцією. Якщо інфляція в країні буде в розмірі 15 %, то масове зниження кредитної ставки за головним напрямками забезпечити неможливо.

На даний час ставка рефінансування встановлена Центральним банком Росії на рівні 13 % [3].

Уряд РФ розглядає можливість залучення фінансових ресурсів частини держкорпорацій (зокрема, повернення неосвоєних державних фінансових вливань, що активно здійснювалися державою в попередні роки) на фінансування дефіциту бюджету – 2009. Переговори з урядом Росії про можливе перерахування фінансових ресурсів для бюджетних потреб підтвердили в “Олімпбуді”, “Роснано” та фонді сприяння реформування ЖКГ. У ситуації, коли максимально урізаються видатки бюджету, неможливо захищати інтереси держкорпорацій перед державними інтересами. У цьому випадку фінансові кошти більше потрібні державі.

Уряд Угорщини прийняв рішення знизити податок на зарплату на 5 % (до 27 %) та податок на корпоративні доходи на 1 % (до 19 %). Очікується, що такі заходи зменшать податкові надходження на 900 млрд. форинтів (близько 4 млрд. дол.), проте зміцнять бізнес-активність і допоможуть зберегти робочі місця. У той же час уряд прийняв рішення

про підвищення ставки податку на додану вартість з 20 до 23 % і акцизів на алкоголь, сигарети та бензин на 5-7 % [7].

Інша проблема, перед якою постала банківська система, пов'язана з розподілом банківських та інших фінансових послуг, – це гарантоване розміщення і продаж цінних паперів, вкладення капіталу в цінні папери й у страхові поліси. У розвинутих індустріальних країнах історично склалася певна спеціалізація посередницьких функцій, хоча останнім часом універсальні банки пропонують широкий набір подібних послуг. Банківським структурам, що формуються в перехідних економіках, нелегко розширювати сферу послуг, оскільки керувати універсальними банками та контролювати їх діяльність набагато складніше, ніж спеціалізованими установами. У зв'язку зі створенням у деяких країнах нових банківських структур постає проблема конкуренції фінансових ринків, масштабів посередницької фінансової діяльності й управлінських можливостей. Наприклад, у Чехії всі позикові операції здійснюють два регіональні спеціалізовані інститути, а в Болгарії так багато банків, що дуже важко прогнозувати й оцінювати можливі економічні втрати. З цим пов'язана і проблема організації централізованого кредиту та окремих депозитних надходжень. Уряд може відмовитися від ощадних банків і передати їх відділення провідним комерційним банкам.

Законодавча база, що регулює діяльність банківської системи країн регіону, визначає завдання, предмет і сферу діяльності банків, права і відповідальність центральних і комерційних банків, порядок створення, функціонування і ліквідації банків, відносини усередині банківської системи, а також відносини банків з клієнтами – юридичними та фізичними особами. У деяких спеціальних законодавчих актах країн Центральної та Східної Європи розглядаються також конкретні проблеми регламентації грошового і валютного обігу, операцій з цінними паперами, вирішуються питання застави, іпотеки, гарантій, поручительства, довірчого керування та ін. У процесі реформування розробляються нові законодавчі та інституціональні норми, що дають змогу вирішити подібні питання. Уряди переглядають закони про діяльність центральних і комерційних банків, створюють інфраструктуру регулювання і контролю за діяльністю нової комерційної банківської системи.

Реформи потребують також кардинальної перебудови та інтенсивного розвитку системи фахової підготовки. Іноземні банки активно допомагають інституціональним реформам, надаючи здебільшого консультативні послуги, створюючи спільні підприємства. Прискорено здійснюється розвиток людського капіталу через інвестиції у людські ресурси, готуються фахівці в галузі управління, комерційної фінансової

діяльності, з аналізу кредитної політики. В Угорщині та Польщі створено спеціальні інститути, де навчають зазначеним професіям. Урядові та консультативні служби перебудовують інформаційну систему, запроваджують нові стандарти бухгалтерського обліку і незалежного аудиту. Угорщина, яка досягла значних успіхів у реформуванні фінансового сектора, створює міжбанківську клірингову систему, спрямовуючи основні інвестиції в інформаційні технології. Інтенсивність співпраці іноземних банків з кредитними системами країн Центральної та Східної Європи прямо залежить від рівня розвитку цих систем. Серед кредитних систем країн регіону найрозвиненіша банківська система Словенії. Вона не тільки технічно оснащена, але й оперативно та гнучко працює з європейськими банками. До банківської системи Словенії входить Центральний банк, 33 комерційних і 12 ощадних інститутів. Іноземним інвесторам належить частина капіталу шести банків. Єдиним банком, що цілком належить іноземним організаціям, є Austria NLB, або Новий Люблінський банк – найбільший у Словенії. Йому належить близько третини банківських активів країни. Сьогодні він обслуговує близько половини банківських рахунків країни.

За оцінкою престижного часопису “Business Europa”, довіра до словенських банків висока, їх авторитет постійно підвищується. Не випадково міжнародні фінансові інститути охоче і на більш пільгових, ніж іншим постсоціалістичним країнам, умовах дають кредити словенським банкам. Міжнародні організації, що визначають ступінь ризику інвестиційних внесків, відвели Словенії 34-те місце у списку із 178 країн. Згідно з останніми показниками депозити корпорацій за два роки збільшилися на 50-70 %, а вклади населення – на 40-60 %. У січні 1995 р. ЄБРР повідомив, що він викупив 60 тис. акцій найпотужнішого приватного словенського банку SKB на суму 32 млн. німецьких марок. Ця акція була спрямована не тільки на сприяння експансії приватного капіталу в банківську справу Словенії, а й на забезпечення подальшої привабливості акцій словенських банків для інвесторів.

У кредитних системах країн Центральної та Східної Європи розвиваються фінансові установи, які кредитують переважно малий і середній бізнес на принципах кооперативного (спільного) кредитування. Найбільшого розвитку кооперативне кредитування досягло в Угорщині, де кооперативні фінансові спілки існували і за часів соціалізму. Їх кількість почала збільшуватися в перехідний період. Зараз у країні функціонують 260 ощадних кооперативів, які об'єднують понад 2 млн. членів. За статусом вони прирівняні до малих комерційних банків.

У Польщі з 1992 р. профспілки почали активно створювати кредитні спілки. У 1995 р. їх налічувалося 104. Вони кредитують придбання

переважно споживчих товарів тривалого користування. Частка короткострокових кредитів становить 95 %, для сімейного бізнесу виділяється 5 % кредитів.

У Чехії створено нормативну базу регулювання кредитних спілок з урахуванням досвіду фінансових установ США та Франції. Серед небанківських фінансових установ внаслідок реформи пенсійного забезпечення та переходу від солідарної до накопичувальної системи пенсійного забезпечення швидкими темпами розвиваються приватні пенсійні фонди.

Останнім часом важливу роль почала відігравати підтримка іпотечного сектора економіки з боку державних структур. Центральний банк Росії розробляє спеціальну програму для запобігання масовим іпотечним дефолтам. Зокрема, розглядається можливість викупувати у банків житло населення, яке не здатне виплачувати іпотечні кредити. При цьому мешканцям буде надана можливість залишитися в квартирах та виплачувати лише орендну плату. Організація, що займеться викупом квартир, може бути створена на базі Агентства зі страхування вкладів та Ощадбанку. Механізм її роботи уточнюється.

Агенція з іпотечного страхування та житлового кредитування (АСЖК) Росії оголосила про зниження відсоткових ставок за іпотечними кредитами. Ставки за іпотечними кредитами будуть знижені до рівня 11-15 з 13-18 %.

Представники АСЖК сподіваються, що зниження ставки може допомогти стимулювати попит на кредити на нерухомість. Нові відсоткові ставки почнуть діяти після того, як АСЖК отримає державну допомогу в розмірі 200-300 млрд. руб., що повинна бути надана в березні.

Запропоновано створити іпотеку для працівників бюджетної сфери. Іпотека для них може бути подібною до іпотеки для військовослужбовців. Умови повинні бути приблизно тими ж. Якщо людина готова пропрацювати в системі державної освіти чи охорони здоров'я певну кількість років, скажімо, 25, то держава може взяти велику частину видатків на купівлю її квартири. Бюджетна іпотека може стати серйозною підтримкою будівельній галузі, що переживає серйозну кризу, та створити велику кількість робочих місць.

Уряд Польщі планує виділити від 300 до 400 млн. злотих (близько 100 млн. дол.) на допомогу громадянам, які втратили роботу і не можуть виплачувати іпотечні кредити. Для отримання допомоги необхідно буде документально довести втрату роботи та заздалегідь повідомити банк про свої фінансові проблеми. Отримати допомогу зможуть

поляки, які сплачують іпотечні кредити за порівняно недорогі квартири площею до 70 м². Заборгованість поляків за іпотечними кредитами на кінець минулого року становила близько 55 млрд. дол., що становить 65 % загального боргу фізичних осіб перед банками в Польщі. У лютому кількість осіб, які несвоєчасно сплачують іпотечні кредити, зросла більш як удвічі – до 5,4 з 2,4 % [4].

У Польщі з січня 1999 р. започатковано накопичувальну систему пенсійних внесків і створено понад 10 приватних пенсійних фондів, які капіталізуються через передання їм державної власності. Кредитно-грошова політика країн спрямована на надання кредитів уряду і комерційним банкам. Характерним для цієї політики є встановлення Центральним банком високої ставки рефінансування.

Змінилася форма фінансування уряду. Так, він кредитується через придбання державних цінних паперів не тільки центральним, а й комерційними банками. Це дало можливість скоротити грошову масу і стабілізувати сферу фінансів.

Крім реформування банківської сфери, деякі країни створюють фондові й товарні біржі західного зразка. Підвищується роль ринків цінних паперів з огляду на прагнення країн Центральної та Східної Європи приватизувати власність, розвивати конкуренцію, забезпечувати фінансування дефіциту державного бюджету і бюджету підприємств з неінфляційних джерел. У червні 1990 р. почала діяти Будапештська фондова біржа, а наприкінці 1989 р. – Угорська товарна біржа (тимчасово її діяльність була обмежена операціями із зерном). Розвиток ринків цінних паперів на ранніх етапах цілком виправданий (особливо у зв'язку з приватизацією), але темпи реформи фінансового сектора неминуче залежать від процесів, що відбуваються в базових галузях економіки [47; 114].

Особливості розвитку грошово-кредитної системи Китаю. Сучасна грошово-кредитна система країни сформувалася в період розвитку економіки на засадах адміністративно-командної моделі з характерною надмірною централізацією фінансових ресурсів державою та їх директивним розподілом відповідно до плану. Фінансова сфера країни внаслідок цього характеризувалася нерозвиненістю фінансово-кредитних механізмів, значною залежністю банківських інститутів від державних фінансів. Негнучкість планової економіки почала гальмувати розвиток продуктивних сил, а тому наприкінці 70-х років ХХ ст. розпочато процеси поступового реформування механізмів господарювання соціалістичної економіки за принципом “центральне планування повинно відігравати основну роль, ринкове регулювання – допоміжну”.

Реформи у кредитно-банківській сфері передбачали утворення кредитної системи, яка б відповідала потребам ринкової економіки. Основні завдання реформування кредитної системи:

- утворення системи Центрального банку, який під безпосереднім керівництвом Держради КНР повинен впроваджувати в життя грошову політику держави;
- утворення системи кредитних інститутів з чітким розмежуванням функції здійснення політики та комерційної функції, сполучною ланкою між якими стануть державні комерційні банки;
- створення численних різнопрофільних кредитних установ; створення системи єдиного відкритого кредитного ринку, який допускає конкуренцію;
- впровадження єдиних валютних курсів, які відбивають ринковий попит і пропозицію, поступове перетворення китайського юаня на вільно конвертовану валюту.

Центральний банк країни почав запроваджувати методи регулювання грошової маси, зокрема операції на відкритому ринку, які більше відповідали ринковим відносинам. Як експеримент Центральный банк випустив банківські сертифікати на суму 20 млрд. юанів. Сертифікати призначалися для небанківських кредитних установ, щоб допомогти районам вирівняти грошовий дисбаланс. У жовтні 1993 р. Центральный банк через центри позичкового капіталу надав спеціальним банкам, які відчували труднощі із запасом платіжних коштів, позички, використавши для цього частину коштів від продажу банківських сертифікатів. Отже, напруження з платежами за векселями частково зменшилося. Зазначені заходи стали важливим кроком на шляху до створення в Китаї регламентованого міжбанківського короткострокового позичкового ринку, сприяли горизонтальному обігу грошових одиниць.

У 1986 р. у Шеньяні, Ухані, Гуанчжоу, Чунціні та Чанчжоу створюються грошові ринки. У наступні роки в країні виникають ринки міжбанківських короткострокових позик (позичок), ринки “коротких” грошей, довгострокових кредитів, позичкових облігацій підприємств, облігацій держпозик, ринки (дисконтування) векселів, регульовані валютні ринки, ринки акцій та ін. Поступово запроваджуються плаваючі курси відсоткових ставок, тобто встановлюється ціна грошей на основі ринкових механізмів.

Економічна реформа фінансової системи, особливо реформа зовнішньої торгівлі, стимулювала розвиток національної валютної системи Китаю. Розширення господарської самостійності підприємств, їх прагнення до реконструкції виробництва на новій технологічній основі,

збільшення кількості підприємств, що орієнтуються на експорт, спроба підвищити конкурентоспроможність продукції на зовнішньому ринку, збільшення науково-виробничих, науково-дослідних установ, прагнення отримати закордонну передову техніку та технології, що сприяло створенню стійкого попиту на іноземну валюту. Держава, не маючи істотних валютних ресурсів, щоб підвищити ефективність використання валюти, почала поступово відходити від прямого централізованого монопольного розподілу валютних коштів, дозволяючи державним, кооперативним підприємствам, організаціям купувати певні суми валюти для суворо визначених цілей у межах виробничих потреб. Допуск спільних підприємств на валютний ринок допомагає їм вирішити потреби валютного балансу, створює сприятливий інвестиційний клімат. Практика свідчить, що загальна сума валюти, яку продають спільні підприємства, помітно перевищує суму, яку вони купують. Ринок валюти став важливою складовою фінансового ринку в Китаї. Наприкінці 1985 р. у Шеньчжені при відділенні Народного банку Китаю створено перший у країні центр валютного обміну та регулювання. Його діяльність суворо регламентувалася: обмінні курси валют не могли перевищувати встановлених державою меж, продавці та покупці не мали права контактувати між собою. У липні 1986 р. ці обмеження були зняті. У листопаді 1986 р. такий центр створено в Шанхаї. На початку 90-х років ХХ ст. у Китаї вже сформувався своєрідний валютний ринок, який об'єднав понад 40 центрів і майже 60 пунктів розподілу та обміну валют. Нині такі організації діють у всій країні.

Реформа сприяє поступовій заміні бюджетного фінансування суб'єктів господарювання кредитуванням капіталовкладень, що здійснюється спеціалізованими банками. Серед них Торгово-промисловий банк Китаю, Народний будівельний банк Китаю, Сільськогосподарський банк Китаю та Банк Китаю (зовнішньоекономічний). Крім того, кредити Світового банку розподіляє Інвестиційний банк. Ставки відсотка визначалися залежно від галузевої належності позичальника та термінів надання йому коштів. Поступово зазначені спеціалізовані банки перетворюються на комерційні. Водночас розвиваються нові банки, фінансові та трастово-інвестиційні компанії.

Поступово нарощуються обсяги кредитно-грошових операцій, відбувається поповнення їх якісно новими інструментами та механізмами, розширюються види операцій і послуг, що їх надають кредитні установи. З 1986 р. уряд дозволив спеціальним банкам здійснювати (щоправда, з обмеженнями) взаємно-перехресні операції, що означувало зародження кредитного ринку.

Певним поштовхом до розвитку кредитного ринку стало використання ринкових механізмів у практиці державного позичання. У 1993 р. запроваджено систему підряду на скуповування та розповсюдження безоблігаційної держпозики і відповідно запроваджено порядок первинного продажу держпозики. Це сприяло подальшому просуванню ринку облігацій по шляху регламентування та зближення з нормами, прийнятими у світовій практиці. Завдяки успішному розміщенню держпозики Міністерство фінансів перестало брати у Народного банку Китаю позички, а статті бюджету, за якими передбачалося фінансування авансом, і бюджетний дефіцит покривалися за рахунок випуску короткострокових держпозик. Кошти для координації структури економіки можна мобілізувати шляхом випуску банками облігацій, гарантованих державним бюджетом.

Політика відкритості китайської економіки сприяє тому, що іноземні банки активізують діяльність у країні. У деяких містах відкрито відділення іноземних банків і створено спільні банківські установи з участю іноземного капіталу. На початку 1995 р. зареєстровано понад 100 банків з іноземною участю, в тому числі відділення та представництва зарубіжних банків. Обмеження на діяльність цих банків регулюються Положенням про фінансові організації з іноземним капіталом, що діє з квітня 1994 р. У кредитній системі країни розвиваються також фінансові установи, що діють на принципах спільного кредитування і фінансують малі підприємства. У країні створено 53 000 сільськогосподарських кредитних кооперативів. Активізується використання нових для соціалістичної економіки Китаю механізмів акумуляції інвестиційних ресурсів, зокрема випуск державних цінних паперів, акцій підприємств, облігацій місцевих органів влади, банків, інших кредитних установ. У 90-ті роки ХХ ст. вагомо заявив про себе і фондовий ринок Китаю, де здійснюється торгівля цінними паперами. Учасниками торгів згідно з чинним законодавством можуть бути спеціалізовані фірми чи підприємства, які мають спеціальний дозвіл Держради КНР. Основну частину цінних паперів, що перебувають в обігу, становлять державні облігації: державні зобов'язання скарбниці, облігації на будівництво провідних об'єктів народного господарства, облігації фінансової позики. Частину облігацій купує населення, частину – підприємства та організації; часто це має примусовий характер. За оцінками експертів, у 1991-1996 рр. річна емісія державних цінних паперів збільшилася з 19 до 153 млрд. юанів.

У 1993 р. розширилися масштаби операцій на ринку акцій. Спочатку тільки резидентам КНР дозволялося емітувати та торгувати акціями підприємств (так званими акціями типу "А"), а згодом були

випущені спеціальні акції (типу “В”) для продажу іноземним інвесторам. Акції були деноміновані в юанях, але продавалися тільки за валюту і мали обіг лише в КНР. Такий спеціальний запобіжний механізм повинен був унеможливити маніпулювання іноземними інвесторами китайським фондовим ринком.

У 1992 р. операції на Шеньчженській та Шанхайській фондових біржах мали вузькорегіональний характер. На першій в обігу перебували акції 33 компаній, на другій – 38 місцевих компаній. У 1993 р. уряд вирішив розширити експеримент з фондовою ринковою діяльністю до загальнонаціонального масштабу. У країні у публічних торгах почали котируватися акції на суму 5 млрд. юанів. Наприкінці 1993 р. на Шеньчженській фондовій біржі котирувалися акції 76 компаній, на Шанхайській – 106, істотно збільшилася питома вага компаній з інших міст. Відкриваються фондові контори. Кількість учасників Шеньчженської та Шанхайської фондових бірж досягла 400. Китайські підприємці зрозуміли, що ринок акцій – це не тільки засіб для пошуку грошей, а й проміжна ланка у трансформації майнового права, бо під час укладання фондових угод і руху акцій контрольний пакет акцій міг перейти до інших рук, а з ним втрачається право розпоряджатися справами компанії. За останні роки набули чинності кілька зведень адміністративних правил і положень про фондові угоди, зокрема “Тимчасові заходи з управління фондовими конторами”. Утвердилася правова система, що регламентує дії компаній, випуск та операції з цінними паперами. Ринок цінних паперів Китаю набуває дедалі більшої ваги в економічних процесах країни.

Великі сподівання щодо розвитку фінансового ринку Китаю покладаються на Гонконг, який займає друге місце в Азії після Японії за обсягами капіталізації фондового ринку. Понад 350 банків, фінансових компаній мають представництва або відділення в Гонконзі. Дедалі більше китайських банків і промислових компаній, намагаючись використати потенціал території, працюють на місцевому фондовому ринку. Однак фінансову сферу Китаю за темпами та масштабами перетворень наприкінці 90-х років ХХ ст. можна віднести до найвідсталіших сфер економіки. Щоправда, азійська фінансова криза, що завдала значних збитків країнам Південно-Східної Азії, безпосередньо не торкнулася економіки Китаю. Певна закритість китайського фондового ринку від зовнішніх ринків капіталу, державний контроль над фінансовим сектором сприяли його невразливості до спекулятивних комбінацій на валютному та фондовому ринках азійських країн.

Використання грошово-кредитних засобів у трансформаційних економіках не може бути максимально ефективним для розбудови господарства та подолання кризових явищ без одночасного використання цілого ряду адміністративно-економічних заходів.

Незважаючи на світову кризу в останній час, Китай скуповує зарубіжні сировинні активи, що необхідні для зростання китайської промисловості. Китайська влада планує створити спецфонд, метою якого буде допомога китайським нафтовикам фінансувати проекти із видобування нафти за межами КНР, а також скуповувати зарубіжні активи в час кризи. Планується збільшення китайської присутності на сировинному ринку Венесуели.

Другий за величиною в світі гірничорудний концерн “Rio Tinto Group” заявив, що китайці викуплять у нього облигації на суму 7,2 млрд. дол., а також частки в проектах із видобування міді, залізної руди та алюмінію на загальну суму 12,3 млрд. дол. Одночасно китайська компанія “Minmetals” заявила про купівлю за 1,7 млрд. дол. австралійської Oz Minerals – найбільшого в світі видобувача цинку.

Банк розвитку Китаю надав кредит 20 млрд. дол. російським компаніям “Роснефти” та “Транснефти” на 20 років за ставкою 5 % (для порівняння: Газпром надав Лукойлу 1 млрд. євро під 8 % на три роки). За умовами договору Росія протягне до кордону з Китаєм нафтопровід Пн. Сибір – Тихий океан і гарантує поставки 15 млн. тонн нафти щорічно протягом 20 років. Це повинно допомогти диверсифікувати шляхи нафтового імпорту в Китай. На думку аналітиків, керівництво КНР розраховує, що після виходу з кризи ресурси континенту будуть потрібні для нового витка розвитку китайської промисловості.

Уряд Росії планує надати податковий кредит в обмін на гарантії зайнятості. Суть проекту – надати підприємствам переробного сектора економіки відстрочку в оплаті податку на прибуток і ПДВ за IV квартал 2008 року та I квартал 2009 року строком на 2 роки. В обмін на це підприємства зобов'язуються зберігати в повному обсязі робочі місця та фонд оплати праці.

Росія зацікавлена в тому, щоб у країні були створені великі рейтингові агентства. Вітчизняні агентства у своїх оцінках будуть враховувати специфіку російського ринку. Акредитацією рейтингових агентств у Росії буде займатися Міністерство фінансів. Це дозволить уникнути ситуації, “коли структури, що оцінюють надійність інших, самі не підлягають контролю”. Рейтингові агентства визначають платоспроможність компаній і державних структур. Високий рейтинг дозволяє компаніям брати кредити під нижчі відсотки.

Міністерство економічного розвитку Росії погодило концепцію створення нової державної корпорації “Російське фінансове агентство” (РФА), що управлятиме фінансовими активами країни, зокрема коштами Фонду національного добробуту. Законопроект про створення РФА, розроблений у Мінфіні, припускає також, що державними активами держкорпорація зможе розпоряджатися як самостійно, так і за допомогою залучених професійних керуючих компаній.

Одним із заходів підтримки власної економіки, до яких взагалі вдаються країни з трансформаційною економікою, є протекціонізм інтересів вітчизняного виробника. Світова торгова організація висловила стурбованість стрімким зростанням протекціоністських заходів. За даними СОТ, кількість антидемпінгових розслідувань зросло на 40 % порівняно з цим же періодом минулого року. Експерти СОТ попереджають, що протекціоністські кроки, що застосовуються урядами багатьох країн, лише загострюють кризу у світовому масштабі. За їхніми підрахунками, обсяг світової торгівлі у 2009 році зменшиться на 2,1 % порівняно з 2008 роком.

З 01.04.2009 Уряд Росії суттєво збільшив ввізні мита на певні види прокату із заліза та нелегованої сталі та труби з чорних металів. З деяких видів залізного прокату ввізні мита збільшені з 5 до 15 %, нелегованої сталі – з 5 до 20 %, труб із чорних металів – з 5 до 15-20 %. Обмеження діятимуть протягом дев’яти місяців. Також скасовано 5 %-не експортне мито на нікель і 10 %-не мито на катодну сталь. Росія є одним із найбільших виробників нікелю у світі. Сама лише компанія “Норільський нікель” займає близько 19 % світового ринку нікелю та є найбільшим у світі виробником цього кольорового металу. Раніше компанія заявила, що чекає зменшення прибутку в 2009 році до 8 млрд. дол. порівняно з 17,1 млрд. дол. у 2007 році. Інший виробник нікелю – компанія “Уфалейнікель” – наприкінці 2008 року змушена була зупинити виробництво через падіння світових цін на цей метал. Як відповідь на поновлення Європейським Союзом субсидування експорту вершкового масла, сирів і сухого молока, Росія також розглядає можливість підвищення мита на імпорт молочної продукції [13; 109].

Уряд Еквадору підняв на 35 % ввізні мита на більш ніж 600 найменувань товарів, у тому числі дорогих автомобілів і мобільних телефонів, парфумів, жіночої косметики, дизайнерського одягу та взуття. Такий крок прийнятий “у зв’язку з гострою економічною кризою та нестачею доларів”. Світова економічна криза та значне падіння цін на нафту підірвали фінансову стабільність Еквадору, казна якого втратила значну частину валютних надходжень. Дохід від продажу нафти забезпечував близько 40 % бюджету країни.

Індійські сталеливарні компанії “Tata Steel, JSW” і “Essar” розповсюдили спільну заяву, в якій просять уряд прийняти протекціоністські заходи щодо захисту національного виробника сталі від напливу дешевого сталевих експорту з таких країн, як Китай та Україна. Зокрема, компанії просять індійський уряд підвищити імпортні мита на сталь з 5 до 15 %. Проте, на думку аналітиків, уряд не буде приймати рішення про підняття імпортного мита на сталь, оскільки за квітень-грудень 2008 року імпорту сталі знизився на 14 %.

Для країн з трансформаційною економікою актуальними заходами стабілізації стають націоналізація підприємств і зменшення витрат на державний апарат та на утримання підприємств, що користуються допомогою бюджету.

Уряд Білорусі прийняв рішення взяти на себе борги мінського годинникового заводу “Луч” в обмін на акції підприємства. У власність білоруського уряду перейдуть акції підприємства, що будуть випущені шляхом додаткової емісії. У результаті такої операції “Луч” повністю покриє заборгованість, що перевищує 33 млрд. білоруських рублів (12,5 млн. дол.). Можливість створення єдиного металургійного холдингу з державною участю обговорювалося на зустрічі президента Росії з акціонерами великих металургійних російських підприємств US Rusal, “Норільський нікель” і “Металоінвест”. У подальшому до них могли б приєднати активи державної корпорації “Ростехнології”.

Уряд Казахстану схвалив пропозицію державного агентства із регулювання та нагляду за фінансовим ринком і фінансовими організаціями щодо купівлі 78 % акцій АТ “БТА Банк”. На додаткову капіталізацію банку уряд Казахстану виділить 1,75 млрд. дол. Слідом за схваленням урядом рішення щодо націоналізації БТА Банку, інший банк країни – “Альянс Банк” запропонував уряду викупити 76 % акцій банку.

Держдума Росії зменшила фінансове забезпечення парламенту в 2009 році на 5,7 % (з 5,87 до 5,53 млрд. рублів). Більшу частину цих коштів раніше планувалося витратити на закупівлю комп’ютерів, оргтехніки та меблів.

Сейм Литви підтримав рішення, відповідно до якого заробітні плати депутатів будуть зменшені на 15 %. Це рішення парламентарі мотивували необхідністю продемонструвати солідарність із громадянами країни в період гострої економічної кризи. Латвійський сейм також ухвалив подібне рішення. Крім того, прийнято рішення обмежити роботу депутатів у парламентських підкомісіях – тепер за грошову винагороду депутати зможуть працювати лише в двох підкомісіях. Раніше такого обмеження не існувало.

Уряд Естонії прийняв рішення переглянути параметри державного бюджету на 2009 рік. Розхідну частину бюджету планують зменшити на 8 млрд. крон (близько 660 млн. доларів). Повідомляється, що заробітні плати державних чиновників планують знизити на 7 %, працівників поліції – на 5 %, лікарів – на 4 %. Вчителям знижувати зарплати не будуть, проте відмінять заплановане восьмивідсоткове підвищення.

Міністерство фінансів РФ готує пропозиції щодо обмеження розмірів фінансової винагороди топ-менеджерам банків, що отримують державну допомогу. Отже, міністерством буде вжито заходів, які вже здійснили ряд розвинутих економік. Найбільший державний банк Росії “Сбербанк” у IV кварталі 2008 року виплатив членам правління фінансову винагороду за результатами року на суму 933 млн. рублів.

До 1 березня 2009 р. були надані пропозиції щодо скорочення витрат Адміністрації Президента Росії на 2009-2011 роки та щодо скорочення її кількості не менше ніж на 100 чоловік. Ці скорочення стосуються лише центрального апарату, а з врахуванням апаратів повноважних представників президента на місцях ця цифра може зрости.

Міністерство оборони Росії готує реформу оплати праці військовослужбовців. Реформа буде стосуватися збільшення базової частини заробітної плати – тієї, що враховується при обчисленні пенсій. У той же час більшу частину з-понад 100 надбавок планується відмінити. На даний час грошова винагорода військовослужбовців становить 30-50 % від окладу, ще на 20-30 % – з надбавок за звання. Іншу частину становлять надбавки, що не впливають на розмір пенсії. Таким чином, реформа повинна бути вигідною для майбутніх пенсіонерів, проте не для діючих офіцерів, що отримують різноманітні доплати.

Уряд Литви прийняв рішення знизити зарплату керівникам і головним фінансистам державних підприємств на 25 %. Скорочення торкнуться тільки тих підприємств, в яких частка держави становить 100 %. Литовський уряд розраховує у найближчі місяці скоротити бюджетні витрати на три мільярди литів (близько 1,1 мільярда доларів). Для цього, зокрема, передбачається скоротити зарплати працівників бюджетної сфери на 10 %. Оклади міністрів і депутатів планується скоротити на 20 %.

Розбудова та становлення народного господарства в країнах з трансформаційною економікою потребує цілого ряду виважених заходів як грошово-кредитного характеру, так і загальноекономічного та адміністративного напрямків.

2.3. ЕВОЛЮЦІЯ ГРОШОВО-КРЕДИТНИХ ВІДНОСИН В УКРАЇНІ

У світовій економічній науці чітко виділяють два підходи до вивчення теоретичних проблем грошей. Представники першого з них шукають відповіді на питання, пов'язані з внутрішньою природою грошей: що таке гроші; чому вони з'явилися й існують у суспільстві; як вони розвивалися. Представники другого підходу приймають гроші такими, якими вони є, і, не заглиблюючись у дослідження їхньої природи, шукають відповіді на питання, пов'язані з місцем і роллю грошей у відтворювальному процесі: гроші – звичайна вуаль на реальній економіці чи її активний елемент і чинник, який впливає на її розвиток і структурні зміни; як саме гроші найактивніше впливають на реальну економіку та на які її процеси; який конкретно механізм впливу грошового фактора на реальну економіку (передатний механізм); чи може держава використати цей механізм у своїй економічній політиці і як саме; якою має бути у зв'язку з цим грошово-кредитна політика в країні та ін. Цей підхід у науковому аналізі грошових проблем можна назвати прикладною теорією грошей. У західній літературі вона зазвичай називається монетаристською теорією.

Монетаристська теорія не лише посідає головне місце в науковій думці про гроші та грошові відносини, а й вагомо впливає на розвиток усієї економічної теорії. Жодне з наукових чи навчальних видань ХХ ст. з економічної теорії, макроекономіки тощо не обминуло аналізу впливу на економіку грошових факторів – попиту та пропозиції грошей, процента, фінансового ринку та ін. Вона також створює наукову та методологічну базу грошово-кредитної політики держав із розвинутою ринковою економікою. Для цього напряму характерне очевидне підвищення аспектів, що виявляються у впливі грошей на економічні процеси. Цей підхід до вивчення природи грошей можна назвати абстрактною теорією. Найвідомішими проявами такого підходу є номіналістична, металістична, державна, функціональна, марксистська теорії тощо.

Монетаристська теорія однозначно також не є монолітною. Вона має кілька напрямів, кожний з яких розглядається як окрема теорія. Найвідомішим напрямом монетаристської теорії є кількісна теорія, яка, у свою чергу, залежно від етапів її розвитку, поділяється на класичну кількісну теорію, неокласичну кількісну теорію та сучасний монетаризм. Одночасно з неокласичним напрямом кількісної теорії грошей сформувалася спочатку кейнсіанська як її відносно самостійне відгалуження, а згодом і некейнсіанська концепція монетаристської теорії.

У літературі кейнсіанську концепцію грошей нерідко протиставляють неокласичній кількісній теорії, розглядаючи їх як дві альтернативні теорії. Проте вони мають єдину методологічну базу – прикладну теорію грошей, що більше їх зближує, ніж роз'єднує. Завдяки їх зближенню на сучасному етапі формується третій напрям монетаристської теорії, який отримав назву кейнсіансько-неокласичного синтезу.

Грошово-кредитна політика України в різні періоди формувалася під впливом різних концепцій грошей і пройшла складний шлях розвитку. Вона є складовою загальнодержавної економічної політики, реалізує як політичні, так і економічні цілі. У контексті даного твердження особливо важливим є розуміння її сутності, цілей та інструментів реалізації.

Економічною сутністю грошово-кредитної політики є сукупність економічних та адміністративних заходів держави та Національного банку, спрямованих на використання економічних інструментів грошово-кредитного механізму для здійснення впливу на суб'єктів грошово-кредитного ринку.

Головним в обґрунтуванні оптимальної стратегії грошово-кредитної політики є визначення цілей, пріоритетність яких залежить від рівня розвитку економічних відносин у державі. Цілі монетарної політики визначають внутрішній зміст макроекономічних заходів центрального банку та внутрішню організуючу силу прикладних зусиль останнього; вони ставляться органами монетарної влади і вирішуються монетарними методами.

Проблема вибору кінцевої мети монетарної політики полягає у дилемі вибору між єдиною метою чи декількома цілями та можливістю їх оптимального поєднання. Дана проблема охоплює питання впливу конкретної економічної ситуації на вибір центральним банком цілі монетарної політики; виключення переобтяження монетарної політики цілями, які повинні досягатись іншими секторами соціально-економічної політики та загальнонаціональними заходами; неможливості одночасного досягнення усіх цілей через обмеженість і специфіку інструментарію монетарної політики; несумісності та суперечливості стратегічних цілей монетарної політики; складності оцінки досягнення центральним банком балансу між різноманітними цілями.

В економічній літературі [23] до основних макроекономічних цілей відносять удосконалення структури народного господарства, стабільність цін, підтримку оптимальної зайнятості, зовнішньоекономічну рівновагу, заохочення конкуренції, стабілізацію грошового обігу, досягнення стабільного економічного зростання, соціальний добробут, іноді додають збалансованість Державного бюджету.

За терміном дії розрізняють стратегічні (ключові), проміжні і тактичні цілі, за межами дії – внутрішні та зовнішні.

Стратегічними цілями грошово-кредитної політики є ключові цілі загальнодержавної економічної політики. До них належать забезпечення стабільності цін і високої (повної) зайнятості, зростання реального (сукупного) обсягу виробництва, досягнення рівноваги та стабільності торговельних і платіжних відносин країни з іншими країнами, стабільність процентних ставок і стабільність на фінансових і валютних ринках, регулювання обсягу продажів, зміна сукупного попиту, стабільність платіжного балансу, контроль за грошовою пропозицією та ліквідністю банківської системи, збалансування економічного розвитку.

Проміжними цілями вважаються зміни у певних економічних процесах, які повинні сприяти досягненню стратегічних цілей. Проміжні цілі доповнюють стратегічні та конкретизують їх.

Тактичні цілі грошово-кредитної політики полягають у регулюванні ключових економічних змінних через банківську систему (монетарної бази, грошової маси, процентної ставки, валютного курсу) для досягнення проміжних цілей. Тактичні цілі є короткостроковими, багатоаспектними, реалізуються лише за допомогою оперативних заходів центрального банку.

Проведення грошово-кредитної політики в Україні підпорядковується кільком цілям (рівень обмінного курсу національної валюти щодо іноземних валют, рівень інфляції, темпи зростання окремих монетарних агрегатів). Дослідники стверджують, що в Україні діє різноплановий монетарний устрій [23, с. 12-13].

Будучи основною складовою загальнодержавної економічної політики, грошово-кредитна політика базується на прогностичній економічній і фінансовій політиці. Вона може проводитись за допомогою адміністративних, ринкових і змішаних методів регулювання.

Адміністративні методи управління грошово-кредитним ринком застосовувались у соціалістичній економіці і передбачали безпосереднє втручання в економічні процеси. Органи державного управління використовували такі методи, як планування, встановлення цін, співвідношення національної та іноземних валют, капітальні вкладення тощо.

Ринкові методи передбачають регулювання грошово-кредитного ринку шляхом використання ринкових механізмів без втручання державних органів управління.

Змішані методи грошово-кредитної політики використовуються в постсоціалістичних країнах. Упродовж певного періоду в цих країнах

у зв'язку з нерозвиненістю фінансових ринків функціонують адміністративні методи і започатковуються ринкові. В Україні управління грошово-кредитним ринком здійснюється змішаним методом, тобто застосовуються ринкові інструменти й адміністративні важелі.

Процес вивчення грошово-кредитних відносин в Україні покликаний дати відповіді на такі питання:

- яка грошово-кредитна політика проводилась в той чи інший період – жорстка, м'яка, наскільки виважена, чи була адекватною соціально-економічним процесам, що відбувались у державі?
- чи достатній обсяг грошової маси в обігу, чи доцільне його збільшення або зменшення, яким є вплив грошової маси в обігу на соціально-економічну сферу?

Реалізація монетарної політики має базуватися на обранні різних стратегічних цілей у різні етапи перехідного періоду, які відрізняються один від одного пріоритетністю впроваджуваних економічних реформ, що передбачають лібералізацію, формування ринкових інститутів і структурну перебудову економіки.

Як стверджує О. Дзюблюк [36], на першому етапі монетарна політика має бути спрямована на подолання інфляції, викликані лібералізацією цін. На другому етапі внаслідок необхідних інституційних і структурних перетворень монетарна політика покликана слугувати цілям економічного зростання. Шляхом лібералізації кредитних відносин і зниження вартості капіталу вона повинна стати стимулятором інвестиційних процесів. На даному етапі грошово-кредитна політика, що проводиться центральним банком, має виконувати також відтворювальну функцію та стимулювати високу зайнятість.

В Україні на початку перехідного періоду грошово-кредитна політика вибудовувалась з порушенням зазначеної поетапності, що й зумовило низку негативних наслідків.

Вітчизняний досвід реалізації грошово-кредитної політики дослідники умовно поділяють на три етапи.

На *першому етапі* (1991-1994 рр.) за стратегічну мету грошово-кредитної політики було обрано стимулювання економічного зростання без попередньої фінансової стабілізації та подолання інфляції. Здійснювались кроки з підтримки вітчизняного виробництва і збереження соціальних показників попереднього періоду.

На початку даного періоду в Україні не було сформовано інституційну основу грошово-кредитного регулювання: банківську систему та грошовий ринок. На момент здобуття незалежності України спеціального закону про Національний банк узагалі не було, а статус НБУ, його мета, завдання, функції визначалися загальним Законом України

“Про банки і банківську діяльність”. Проте саме від його юридичного статусу, спроможності забезпечити ефективне регулювання банківської діяльності, законодавчої та фактичної незалежності від органів влади при виробленні та реалізації грошово-кредитної політики залежала успішність економічного розвитку України.

У цей період Національний банк України не мав належної структури, а банківська система перебувала у зародковому стані. 11 травня 1992 р. Комісія Верховної Ради України з питань планування бюджету, фінансів і цін ухвалила “Основні напрями діяльності Національного банку України на період до запровадження національної валюти”, які були розроблені Національним банком згідно з рішенням Верховної Ради України від 24 березня 1992 р.

Діяльність Національного банку була спрямована на організаційно-технічну підготовку до запровадження українського карбованця в безготівковий обіг і створення на його основі національної грошової системи України, а також на проведення грошово-кредитної політики, спрямованої на стабілізацію національної валюти.

У період підготовки і після введення в безготівковий обіг українського карбованця Національний банк мусив здійснювати банківську підтримку економічних реформ; перейти до кредитної підтримки виробників, враховуючи результати їх господарсько-фінансової діяльності; поглиблювати реструктуризацію кредитних вкладень через збільшення кредитів комерційних банків на довгострокові цілі. Передбачалось також проведення монетарної політики для підтримки купівельної спроможності грошей шляхом обмеження зростання кредитних вкладень, виходячи з оптимального задоволення потреб економіки в грошах та підвищення рівня процентних ставок. Національному банку необхідно було вжити заходів, спрямованих на подолання дефіциту платіжного балансу України з державами, які використовували російські рублі як законний засіб платежу. Грошово-кредитною політикою в означений період передбачалось налагодження системи валютного регулювання, удосконалення механізму розрахунків між постачальниками і покупцями в Україні та за її межами, а також уведення нового порядку касового виконання державного бюджету.

7 листопада 1992 р. було видано Указ Президента України “Про реформу грошової системи України”, відповідно до якого Кабінет Міністрів України та Національний банк прийняли постанову від 8 листопада 1992 р. “Про реформу грошової системи України”. Згідно з даними документами передбачалось, що, починаючи з 16 листопада 1992 р., єдиним законним засобом платежу на території України стає український карбованець, представником якого у готівковому обігу виступає купон Національного банку України.

Як зазначає Н. Гребеник [23, с. 14], практичні заходи Національного банку на даному етапі не були ринковими за змістом. Так, протягом 1992 р. Національний банк здійснював безготівкову кредитну емісію грошей лише за рішеннями Верховної Ради України та Кабінету Міністрів України. Здійснювалось пряме кредитування бюджетних витрат, централізований розподіл кредитних ресурсів, надання пільгових позичок пріоритетним галузям та окремим державним підприємствам. Національний банк практикував також фінансування дефіциту бюджету, що фактично було прямим кредитуванням уряду. Так, за 1992 р. обсяги кредитів, наданих Національним банком уряду, збільшились у 34 рази. Наслідком такої політики були економічний спад, зниження рівня інвестицій і обсягів товарообігу, знецінення національної валюти.

У результаті темпи інфляції у 1992 р. перевищили 900 %, індекс оптових цін у виробництві збільшився порівняно з 1991 р. у 25 разів, а роздрібних цін – у 13 разів. Наслідком цього стало різке падіння економічної активності виробництва і життєвого рівня населення, а також втрата інтересу заробляти і зберігати гроші. Значною мірою ці процеси були зумовлені розбалансованістю системи управління виробництвом та інвестиційною сферою, монопольним становищем окремих державних структур, послабленням контролю за діяльністю підприємств державного сектора. Посиленню інфляційних процесів сприяли додаткові вливання грошей в економіку через кредитну систему. Так, за 1992 рік кредитні вкладення банків України зросли в 27 разів, а емісія грошей готівкою порівняно з 1991 р. – у 47 разів.

Вищезазначені факти свідчили про неможливість вирішення проблем виробництва та соціальної сфери інфляційними заходами. Тому в “Основних напрямках грошово-кредитної політики на 1993 рік” [76, с. 20-22] необхідною умовою стабілізації економіки України було визнано значне зниження темпів інфляції, не менше як у 2-2,5 раза за рахунок обмеження кредитних вкладень в економіку та жорсткого виконання державного бюджету.

Відповідно до ухвалених і затверджених Верховною Радою України основних документів, що регулюють економічну політику уряду – планом дій уряду та індикативним планом (прогнозом) економічного і соціального розвитку України на 1993 р., Національний банк України в грошово-кредитній політиці на 1993 р. визначив такі цільові орієнтири:

- зниження темпів інфляції на кінець року до 5-8 % за місяць шляхом обмеження грошової маси в обігу та забезпечення на цій основі зміцнення купона-карбованця та стабілізації його курсу;

- запровадження системи обслуговування бюджету, що виключає використання кредитів для покриття дефіциту бюджету, понад ліміти, встановлені Верховною Радою України на 1993 р., і передбачає розвиток нових цивілізованих форм залучення коштів – через державні цінні папери;
- надання цільової кредитної підтримки виробництву для структурної перебудови економіки та пріоритетним напрямом інвестиційної політики;
- створення ефективно діючої національної платіжної системи з використанням електронних розрахунків, нормалізація організації готівкового обігу;
- поліпшення діяльності банківської системи, її надійності та контролю за комерційними банками, розвиток банківського аудиту;
- підготовка до проведення грошової реформи та впровадження в обіг національної грошової одиниці – гривні.

Наприкінці 1993 р. було вперше вжито заходів щодо подолання інфляції та макроекономічної стабілізації. У цей час Національний банк України досяг успіху в розробці інституційних основ і реальному виконанні монетарної та курсової політики. Також було вжито заходів щодо забезпечення переходу до єдиного обмінного курсу та конвертованості за рахунком поточних операцій; запроваджено уніфіковані резервні вимоги; встановлено єдину ставку рефінансування; суттєво зменшено використання субсидованих і цільових кредитів; започатковано кредитні аукціони.

У 1994 р. була обрана нова стратегічна мета монетарної політики – стабілізація цін і грошей. На думку вчених, те, що Україна в 1994 р. не помилилася у виборі стабілізаційної мети, підтверджує досвід інших країн. Адже світова економічна історія не знає прикладів тривалого економічного зростання за відсутності стабільних грошей. Лише країни, яким удавалося запровадити повноцінні стабільні гроші, добилися значних економічних успіхів.

Незважаючи на певні зрушення в реалізації грошово-кредитної політики, використання впродовж 1992-1994 рр. ліберальної грошово-кредитної політики сприяло вливанню значних обсягів емісійних коштів в економіку, які не мали товарного забезпечення і руйнували цінові пропорції та призводили до гіперінфляції.

За твердженням науковців [80, с. 4-5] в умовах перехідної економіки лише грошово-кредитна політика разом з фіскальною можуть забезпечити подолання негативних проявів в економіці. Так, у період, що розглядається, податкова система стала тим фактором, який сприяв виникненню гіперінфляції. Вона не забезпечувала покриття державних

видатків, адже реальний ВВП скорочувався швидкими темпами, в результаті чого зменшувалась податкова база. Тіньовий сектор економіки зовсім або частково не сплачував податків. Зменшення реальних податкових надходжень було спричинене часовим лагом і дискретністю їх збору в умовах високої інфляції (ефект Танзі-Олівейра). Сприяла інфляційним процесам також відсутність ринку капіталу, необхідного державним підприємствам, які потребували дешевих кредитів.

У зв'язку з тим, що гроші швидко втрачали свою вартість, вони у великій кількості надходили на валютний ринок. У результаті різко зростав обмінний курс іноземної валюти з одночасним знеціненням національної. Негативними наслідками валютної політики стало погіршення рахунку поточних операцій платіжного балансу України, навмисна недооцінка прибутку від експорту й переоцінки вартості імпорту, розвиток тіньового сектора економіки, втрата валютних резервів.

Запроваджена у визначений період лібералізація цін не сприяла структурній перебудові економіки, оскільки доходи працівників у різних галузях перевищували зростання продуктивності праці. У результаті загальна сума грошових доходів населення була більшою, ніж сума вартості товарної маси та платних послуг, що у свою чергу стимулювало інфляційні процеси.

У даний період грошово-кредитна політика мала експансивний характер і передбачала зростання обсягів кредитування центральним банком економіки через бюджет і державний сектор. Наприклад, були надані прямі кредити вугільній галузі під час страйків шахтарів Донбасу, кредити на потреби агропромислового сектора.

Наслідком підтримки збиткових підприємств і надмірного державного споживання стали гальмівні процеси у можливій структурній перебудові економіки та розвитку виробництва. У 1994 р. було зафіксовано найбільший за всю новітню історію України виробничий спад, який становив майже 23 %. Вищезазначені негативні наслідки реалізації грошово-кредитної політики дають підстави стверджувати, що обрані стратегічні цілі на даному етапі виявились хибними.

Реалізувати грошово-кредитну політику на першому етапі її проведення було надзвичайно важко. Головною причиною дослідники вважають асиметричність розвитку банківської системи та суб'єктів економіки, яких банківська система обслуговувала.

На *другому етапі* здійснення грошово-кредитної політики (1995-1999 рр.) було усвідомлено неможливість досягнення економічного зростання без забезпечення стабілізації національної валюти. Стратегічною метою даного етапу стало подолання гіперінфляції, що призвело до уповільнення темпів економічного спаду та запобігання знеціненню

національних грошей. Дані тенденції сприяли поступовому нарощуванню інвестиційної діяльності, яка стимулювала економічний розвиток.

Другий етап реалізації грошово-кредитної політики позначився обмеженням темпів зростання грошової маси, підвищенням процентних ставок, встановленням “стель” за кредитами, запровадженням кредитних аукціонів. Національний банк України з метою подолання інфляції запроваджував практику обов’язкового резервування для валютних депозитів, зобов’язував комерційні банки коригувати власні процентні ставки відповідно до змін облікової ставки НБУ.

Одним із антиінфляційних заходів стало використання державних цінних паперів, що дало змогу фінансувати державні витрати шляхом здійснення запозичень на внутрішньому ринку, а не створювати нові гроші для прямого фінансування дефіциту бюджету. Було також впроваджено ломбардне кредитування комерційних банків під заставу облігацій внутрішньої державної позики.

Ефективними стали кроки з лібералізації і децентралізації валютного ринку, відновлення торгів на Українській міжбанківській валютній біржі та на міжбанківському валютному ринку. Обмінний курс встановлювався відповідно до попиту та пропозиції, а з метою підтримання стабільного курсу карбованця здійснювались валютні інтервенції. Національний банк України зменшив частку прямих кредитів уряду на покриття дефіциту державного бюджету та збільшив рефінансування комерційних банків.

Як зазначає О. Петрик [80, с. 6], стабілізаційні заходи сприяли зменшенню дефіциту бюджету із 15 % у 1994 р. до 5 % у 1995 р., зниженню інфляції із 400 % у 1994 р. до 180 % у 1995 р., встановленню обмінного курсу гривні щодо долара США у коридорі 1,8-2,25 гривні за долар.

Орієнтація грошово-кредитної політики в Україні на монетаристські підходи економічного регулювання виявилася в багатьох діях і рішеннях Національного банку. Це насамперед перехід до жорсткої грошово-кредитної політики та орієнтація її на регулювання грошової маси в обігу відповідно до динаміки обсягу ВВП. Звичайно, йдеться про дотримання НБУ “грошового правила” М. Фрідмена, для чого ще не було достатніх підстав, проте орієнтація динаміки пропозиції грошей на динаміку ВВП досить чітко відповідає підходам сучасних монетаристів.

Як адекватну монетаристській концепції можна оцінити послідовну орієнтацію Національного банку України на утвердження своєї самостійності в проведенні монетарної політики, збереження незалежності від органів виконавчої влади, лібералізацію кредитного та

валютного ринків, запровадження режиму плаваючого валютного курсу, розвиток ринку цінних паперів, посилення ролі суто економічних інструментів грошово-кредитного регулювання тощо. Позитивними наслідками такої політики Національного банку України стали:

- 1) поступове (протягом 1994-1995 рр.) зниження рівня інфляції з гіпервисокого (10 260 % у 1993 р.) до помірною (139 % у 1996 р.);
- 2) помітна стабілізація валютного курсу гривні;
- 3) формування авторитету Національного банку України як органу монетарного управління серед українських і міжнародних банків та інших фінансових структур;
- 4) утвердження самостійного статусу Національного банку України серед органів державного управління економікою.

Макроекономічна ситуація в Україні напередодні реформи, цілеспрямована політика Президента, уряду та Національного банку України, яка проводилась у 1995 р. – першій половині 1996 р., забезпечила посилення стабілізаційних процесів в економіці. Суттєво уповільнилися інфляційні процеси, було досягнуто значного зниження темпів інфляції, яке з лютого 1996 р. набуло стабільного характеру. Щомісячні темпи інфляції споживчих цін знизилися від 9,4 у січні до 0,1 % у липні 1996 р. Деяке зростання інфляції в серпні (до 5,7 %) стало наслідком подальшої лібералізації цін на платні послуги. Ціни на продовольчі товари за серпень знизилися на 1,7 %, а на непродовольчі зросли лише на 0,8 %. Індекс оптових цін за січень-серпень 1996 р. становив 113,6 %, що значно нижче, ніж індекс цін споживчого ринку (132,2 %). Це свідчило про зниження тиску інфляції витрат на рівень споживчих цін. Таке співвідношення було досягнуто вперше за 5 років від часу проголошення незалежності України.

Поступово зміцнювався курс національної валюти. Ревальвація реального обмінного курсу карбованця, яка сформувалася в 1995 р., починаючи з березня 1996 р., трансформувалася в тенденцію постійного зростання курсу українського карбованця щодо долара США та інших іноземних валют. Напередодні реформи він практично був зафіксований на рівні 176,1000 карбованців за 1 долар США, що разом зі зниженням рівня інфляції забезпечило фінансову стабілізацію економіки.

Стабілізаційні заходи позитивно позначилися на уповільненні темпів зниження промислового виробництва та обсягів валового внутрішнього продукту. Було досягнуто суттєвого призупинення спаду виробництва порівняно з попереднім роком (з 14,1 % за січень-серпень 1995 р. до 3,7 % за відповідний період 1996 р.). Темпи падіння обсягів валового внутрішнього продукту за зазначений період знизилися з 12,4 до 9,5 %.

Намітилася тенденція до зростання доходів і заощаджень населення. Грошові доходи населення в липні 1996 р. порівняно з червнем зросли на 26 %. У 1996 р. уперше в історії українських банків почався приріст фінансових ресурсів не тільки в номінальному вимірі, а й у реальному, тобто з урахуванням інфляції. Протягом більшості місяців 1996 р. банки підтримували позитивну процентну ставку за депозитними і вкладними рахунками клієнтів, що обумовило зростання вкладів населення та інших кредитних ресурсів банківської системи.

Позитивні тенденції переважали також у такому важливому секторі економіки, як зовнішньоекономічна діяльність. Незважаючи на ревальвацію українського карбованця протягом першого півріччя 1996 р., експорт товарів і послуг порівняно з відповідним періодом 1995 р. зріс на 30,6 %, що при меншому темпі зростання імпорту (27,3 %) забезпечило зниження на 2,3 % від'ємного сальдо поточного рахунку платіжного балансу України і стало передумовою подальшого розвитку зовнішнього сектора економіки.

Вперше в історії незалежної України дефіцит зовнішньої торгівлі у II кварталі 1996 р. скоротився до відносно незначної суми – 22 млн. доларів США проти 274 млн. доларів США у II кварталі 1995 р. [4].

Поліпшення напередодні реформи макроекономічної ситуації в Україні досягнуто послідовним та активним застосуванням ринкових механізмів, зокрема запровадженням неінфляційних джерел покриття дефіциту державного бюджету шляхом продажу державних цінних паперів, подальшою лібералізацією зовнішньоекономічної діяльності та валютного ринку, дотриманням позитивного рівня облікової ставки Національного банку України та процентних ставок за депозитами і кредитами комерційних банків.

У цьому плані ситуація в Україні напередодні грошової реформи різко відрізнялася від ситуації в таких країнах, як Естонія, Молдова, Німеччина (1948 р.), в яких була висока інфляція і навіть гіперінфляція, і наближалася до ситуації в Польщі, Чехії, Аргентині. Тому характер реформи і методи її проведення відрізнялися від грошових реформ у першій групі країн і були схожі на реформи, які проводилися другою групою країн. Це цілком природно і впливає з існуючих умов і розвитку економічних перетворень в Україні.

Таким чином, аналіз економічної ситуації напередодні реформи дає підстави стверджувати, що в Україні були створені належні умови для запровадження гривні, яка, згідно з Конституцією України, є національною валютою держави. Ця норма Конституції України була реалізована у стислий термін.

Метою підготовки концепції проведення грошової реформи була розробка її основних положень, визначення завдань, характеру, основних етапів, порядку обміну тимчасової валюти на гривню, зміни масштабу цін та курсу деномінації українського карбованця.

Одне з найважливіших положень концепції полягало в реалізації прозорого варіанта і неконфіскаційного типу проведення грошової реформи.

На основі розрахунків, аналізу соціальних аспектів, враховуючи схему функціонування банкнот і розмінної монети, яка запроваджувалась, пропонувалося встановити єдиний рівень деномінації (100 000 українських карбованців за 1 гривню) для перерахування цін, заробітної плати, пенсій, стипендій та інших виплат, переоцінки грошових і матеріальних коштів, обміну готівки, перерахування балансів підприємств і банків, боргових зобов'язань, укладених угод, усіх видів заощаджень громадян на депозитних рахунках, у депозитних сертифікатах, страхових полісах, цінних паперах.

При цьому з початку реформи всі видачі готівки з кас банків (для виплати заробітної плати, пенсій та інших доходів) мали здійснюватися тільки у новій національній валюті – гривні. Передбачалося також, що у перші два тижні проведення грошової реформи українські карбованці функціонують у готівковому обігу паралельно з гривнями й обов'язкові до приймання від населення усіма юридичними та фізичними особами – підприємцями. Після закінчення цього терміну карбованці повністю вилучались з обігу.

Концептуально визначалося, що юридичними особами обмін українських карбованців на гривні проводиться через обслуговуючі комерційні банки шляхом складання акта та зарахування їх на поточні рахунки в межах встановленого ліміту каси, а населенням – через комісії з обміну на підприємствах, в установах і організаціях та через обмінні пункти комерційних банків і відділень зв'язку.

Організацію і координацію всієї роботи з питань підготовки та проведення грошової реформи в регіонах передбачалося здійснювати відповідними комісіями, створеними при місцевих органах виконавчої влади, на які покладался контроль за дотриманням встановленого порядку обміну карбованців на гривні та вирішення інших питань, пов'язаних із проведенням грошової реформи.

На основі цієї концепції був розроблений пакет законодавчих актів і відомчих нормативних документів, необхідних для організації впровадження в обіг власної національної валюти – гривні.

Головними завданнями грошової реформи були:

- заміна тимчасової грошової одиниці – українського купоно-карбованця на національну валюту – гривню;

- зміна масштабу цін;
- створення стабільної грошової системи та перетворення грошей у важливий стимулюючий фактор економічного та соціального розвитку.

Це передбачало закріплення фінансової стабільності, яка склалася напередодні грошової реформи, прискорення розрахунків, залучення до банківської системи надлишкової готівки, забезпечення стабільності курсу національної валюти щодо іноземних валют.

Вибір прозорого варіанта та неконфіскаційного типу грошової реформи був зумовлений необхідністю:

- забезпечення повної довіри населення до нової національної валюти і, як результат, – довіри до політики уряду та економічних реформ, які він проводить;
- утримання стабільності на грошовому, споживчому та валютному ринках України, недопущення інфляційного сплеску та порушення стабільності валютного курсу, що могло б вплинути на зниження життєвого рівня населення;
- запобігання спекулятивним операціям при обміні карбованців на гривні;
- створення позитивного соціального клімату, недопущення великої психологічної і соціальної напруги у суспільстві в зв'язку з проведенням грошової реформи.

При цьому уряд і Національний банк України виходили з того, що напередодні реформи у готівковому обігу знаходилася значна маса грошей. За станом на 25 серпня 1996 р. – 366 трлн. карбованців, яка при одночасному пред'явленні населенням не мала повного реального покриття у вигляді товарних запасів (їх було лише на 157 трлн. карбованців) і не могла бути підтримана за рахунок резервів іноземної валюти, обсяги якої були недостатніми. За розрахунками спеціалістів, конфіскаційний варіант реформи мав би негативні наслідки, а саме: зростання інфляції до 50 % за місяць при повному спустошенні прилавків магазинів, а отже, і відчутне знецінення заощаджень населення. Це мало б руйнівні наслідки не лише для стабільності національної валюти, а й для економіки в цілому.

Таким чином, уперше за всю історію існування України передбачалося проведення цивілізованої неконфіскаційної грошової реформи та забезпечення недоторканності наявних перед реформою грошових заощаджень населення, її було проведено згідно з Указом Президента України від 25 серпня 1996 р. № 762/96 “Про грошову реформу в Україні” [86].

Головним досягненням реформи є те, що вдалося утримати стабільність на грошовому, споживчому і валютному ринках. Прогнози щодо наслідків реформи, які були розроблені урядом і Національним банком України, повністю виправдалися.

По-перше, вдалося утримати інфляцію у прогнозованих параметрах: 5,7 % – за серпень, 2,0 – за вересень, 1,5 – за жовтень, 1,2 – за листопад, 0,8 % – за грудень 1996 р. Ця тенденція збереглася і в 1997 р.: за 7 місяців рівень інфляції досяг 5,4 % (25 % за аналогічний період минулого року).

По-друге, з перших днів реформи Національний банк України підтримував стабільний курс гривні до іноземних валют, зокрема 176 гривень за 100 дол. США, що відповідало курсу, який склався у карбованцях напередодні грошової реформи. Фактично у період реформи та протягом перших 20 днів після її завершення зберігався стабільний валютний курс гривні. Деяке падіння курсу гривні, яке почалося 7 жовтня, є підтвердженням відновлення раніше діючого режиму плаваючого курсу та виведення його на реальне значення з метою підтримки вітчизняного виробника й стимулювання експорту. До кінця 1996 р. і протягом 7 місяців 1997 р. спостерігалось зростання реального рівня обмінного курсу гривні щодо долара США.

Готівковий курс гривні до іноземних валют у комерційних банках та пунктах обміну іноземних валют у період реформи відповідав офіційному, а в деяких банківських установах був навіть нижчим від офіційного.

За результатами реформи Національний банк України розробив нові нормативні документи, які значно розширюють можливості фізичних осіб – резидентів і нерезидентів у здійсненні через українські уповноважені банки соціальних платежів в іноземній валюті за межі України, що сприяло створенню умов для приєднання України до VIII статті Статуту Міжнародного валютного фонду щодо офіційного міжнародного визнання гривні конвертованою валютою за поточними операціями.

По-третє, проведення реформи прискорило рух грошей і сприяло поліпшенню стану грошово-кредитного ринку України. Це насамперед позначилося на зменшенні обсягів готівки в обігу на фоні деякого зростання цін і на відчутному збільшенні ліквідності комерційних банків. За серпень 1996 – січень 1997 рр. темпи зростання цін споживчого ринку становили 14, а готівки – 12,9 %. Питома вага готівки в загальному обсязі грошової маси зменшилася з 45 % на 1 серпня 1996 р. до 43 % на 1 січня 1997 р.

Напередодні, під час проведення грошової реформи та після її закінчення, прискореними темпами відбувалося залучення коштів населення на депозити в комерційних банках. За період з 1 серпня 1996 р. до 1 серпня 1997 р. обсяг вкладів населення зріс на 84 %, у тому числі строкові депозити – в 2,2 раза. Кошти на розрахункових рахунках і поточних депозитах суб'єктів господарювання за цей період зросли на 31 %, а строкові та валютні депозити – на 45 %. Ці факти свідчать про підвищення довіри до національної валюти та банківської системи.

Відповідно до зниження темпів інфляції Національний банк України 5 разів зменшував облікову ставку (з 40 % у серпні 1996 р. до 16 %, починаючи з 5 серпня 1997 р.), яка постійно залишалась на позитивному рівні стосовно рівня інфляції.

Необхідно відмітити також поступове, але стабільне зниження процентних ставок банківської системи. Їх середній рівень за кредитами знизився з 66,2 % у серпні 1996 р. до 47 % у липні 1997 р., а за депозитами – відповідно з 25,4 до 17,9 %.

Це сприяло зростанню обсягів банківських кредитів в економіку. Загальний обсяг заборгованості за кредитами в національній валюті збільшився з 4,5 млрд. грн. на 1 серпня 1996 р. до 6,4 млрд. грн. на 1 серпня 1997 р., або на 42 %. Зростання обсягів довгострокового кредитування за цей період становило 25 % [27].

Проведення реформи сприяло більш активному надходженню платежів від населення за комунальні та інші послуги, збільшенню обсягів реалізації товарів. У результаті за 12 днів реформи в банки надійшло в цілому торгової виручки на суму 761 млн. гривень, або на 21,5 % більше, ніж за відповідний період серпня.

Грошова реформа в Україні – це надзвичайна подія для нашої держави, в результаті якої було створено один із невід'ємних атрибутів державності. Такий широкомасштабний захід, який передбачав би повну заміну в готівковому обігу за короткий строк (два тижні) грошових знаків, зміну масштабу цін і переведення всієї грошової системи, в тому числі безготівкові розрахунки, на нову грошову одиницю – гривню, в історії України проводився вперше.

Відкритий неконфіскаційний характер реформи показав усьому світові, що Україна не пішла шляхом зрівнялівки як засобу регулювання відносин держави та народу. Тим самим створено умови для прискорення широкого спектра позитивних соціально-економічних змін.

Особливо позитивне значення цей факт мав для посилення довіри іноземних інвесторів до України.

У наступні два роки Національний банк продовжив реалізацію монетарної політики, спрямованої на макроекономічну стабілізацію.

Основними заходами грошово-кредитного регулювання, вжитими у цей період, були такі: забезпечення кількісного контролю за динамікою грошової маси шляхом встановлення межі її приросту; відмова від прямого кредитування дефіциту державного бюджету; збільшення частки кредитної емісії, спрямованої на рефінансування комерційних банків, та дотримання позитивного рівня облікової ставки НБУ щодо темпів зростання цін.

Зазначені заходи сприяли зниженню темпів інфляції із 40 % у 1996 р. до 10 % у 1997 р. та до 7 % до кінця серпня 1998 р. Різке її зростання у вересні та жовтні було обумовлене різкою вересневою девальвацією, пов'язаною із кризою в Росії. Темпи інфляції наприкінці 1998 р. вдалося загальмувати завдяки тому, що НБУ зміг стабілізувати обмінний курс і продовжував здійснювати жорстку монетарну політику. Інфляційні процеси не змогли вийти з-під контролю завдяки застосуванню певних рестрикційних методів, таких як підвищення норм обов'язкового резервування й облікової ставки, регулятивні заходи на валютному ринку, спрямовані на зниження попиту, рекомендації щодо обмеження кредитних операцій.

З метою запобігання можливій дестабілізації на грошово-кредитному ринку Національний банк і Кабінет Міністрів України із 7 вересня 1998 р. ввели обов'язковий продаж валютних надходжень на користь резидентів і запровадили проведення безготівкових операцій із купівлі-продажу вільно конвертованої валюти лише через Українську та Кримську міжбанківські валютні біржі. Для забезпечення валютного ринку іноземної валюти було організовано продаж готівкової іноземної валюти на аукціонах Української міжбанківської валютної біржі. Впроваджувались обов'язкові підтвердження клієнтом фактичного надходження товару та отримання послуг під час подання заявок на купівлю іноземної валюти. У даний період було впроваджено обмеження на здійснення резидентами попередньої (авансової) оплати у вільно конвертованій валюті за договорами про купівлю імпортованих товарів і послуг. До стабілізаційних заходів належали обмеження на купівлю валюти банками-нерезидентами та на продаж іноземної валюти фізичним особам, зниження рівня маржі за операціями з купівлі-продажу валют із 10 до 5 %, заборона мати відкриту валютну позицію уповноваженим банкам, призупинення кредитування в іноземній валюті. Було посилено роботу із залучення Національним банком коштів від банків на депозитні рахунки. Міністерство фінансів здійснило заходи щодо конверсії ОВДП, які перебували у власності Національного банку та комерційних банків.

Зазначені заходи сприяли відновленню збалансованого режиму функціонування усіх сегментів грошово-кредитного ринку України – кредитного, валютного та фондового, а також запобіганню руйнування банківської системи. Грошово-кредитні важелі регулювання економіки в даний період були більш дієвими, ніж у попередній.

В “Основних засадах грошово-кредитної політики на 1999 рік” визначені такі цілі [74]: досягнення макроекономічної стабілізації; дотримання нормативно передбачених темпів інфляції; забезпечення стабільності курсу національної валюти; досягнення врівноваженого платіжного балансу; створення умов для позитивних структурних зрушень; подолання кризових явищ в економіці.

Кількість поставлених завдань і неконкретність окремих з них свідчать про остаточну несформованість тодішнього монетарного устрою. Декларовані проміжні цілі у вигляді абсолютних розмірів і темпів приросту грошової маси та монетарної бази могли змінюватись протягом року залежно від поточної ситуації в економіці. Отже, вважати такий режим монетарним таргетуванням, очевидно, не можна, оскільки ні заздалегідь визначена грошова маса, ні ринкова процентна ставка не були кінцевими завданнями грошово-кредитної політики.

Щодо прогнозованого темпу інфляції, на досягнення якого також спрямовувалось грошово-кредитне регулювання, то він фактично не дотримувався, про що свідчать пізніші статистичні дані. У 1999 р. прогнозувався темп інфляції в межах 19 %, однак фактичне значення індексу споживчих цін виявилось дещо вищим і становило 19,2 %.

Жорстко регульований курс гривні утримувався на сталому рівні завдяки директивним заходам Національного банку, запровадженим у вересні 1998 р. Отже, монетарна політика, по суті, була двоспрямованою з імпліцитним переважанням мети підтримки стабільності обмінного курсу гривні щодо долара США.

На *третьому етапі* (2000-2006 рр.) спостерігався перехід української економіки у фазу зростання, чому певною мірою сприяла й лібералізація монетарної політики Національного банку України. У 2000 р. НБУ вже мав нормативно забезпечені механізми та інструменти регулювання грошово-кредитного ринку, притаманні роботі центральних банків економічно розвинутих держав. Однак внаслідок об’єктивних і суб’єктивних причин не завжди було можливо ефективно використовувати розроблені й нормативно забезпечені монетарні механізми та інструменти регулювання грошово-кредитного ринку.

Пристаюючи до діючих умов економічної та фіскальної політики, Національний банк у ході реалізації грошово-кредитної політики шляхом використання наявних інструментів регулювання забезпечував,

незважаючи на явне зростання монетарної бази та грошової маси, утримання макроекономічних показників.

В “Основних засадах грошово-кредитної політики на 2002 р.” уперше з’являється положення про монетарний устрій, до якого наближатиметься система формування й реалізації монетарної політики в Україні: “Національний банк поступово створюватиме умови, необхідні для переходу в перспективі до визначення інфляції пріоритетним цільовим орієнтиром грошово-кредитної політики, тобто до прямого таргетування інфляції...” [74, с. 2-4].

У 2004 році було сформульовано, яким має бути монетарний режим у країні в контексті стратегічних цілей держави. Це підтримання стабільності гривні як передумова поступового переходу від екстенсивного економічного зростання до розвитку на інноваційно-інвестиційній основі й досягнення довгострокових соціальних, структурних та інституційних цілей. Зазначалося, що забезпечення виконання такого завдання зумовлює необхідність розгорнутого таргетування стабільності грошової одиниці, яке передбачає постійний моніторинг динаміки цін на товари й послуги, обмінного курсу та процентних ставок, їх співвідношення й, за потреби, вплив на них засобами грошово-кредитної політики.

Водночас у тому періоді вказувалося, що мають створюватися “умови для поступового переходу до таргетування інфляції”. Зазначалося, що серед кількісних показників інфляція є цільовим орієнтиром, на який буде спрямована грошово-кредитна політика. У документі визначалося й роль кількісних параметрів монетарної бази та грошової маси: з метою досягнення інфляційного орієнтира підтримуватиметься така динаміка монетарних агрегатів, яка, з одного боку, задовольняла б попит економіки на гроші, а з другого – не створювала загрози для динаміки споживчих цін. Було окреслено стратегічний і тактичний підходи до обмінного курсу, визначено, що стратегічним орієнтиром валютно-курсової політики виступатиме динаміка реального ефективного обмінного курсу, оцінка якого дає змогу вживати заходи, що спрямовані на забезпечення ефективності українського експорту, нарощування міжнародних валютних резервів, створення макроекономічних умов фінансової стабільності.

Концепція розгорнутого таргетування стабільності грошової одиниці була, з одного боку, осмисленням тогочасної практики проведення монетарної політики, яка в умовах низької монетизації й відновлювального зростання після глибокої кризи здійснювалася шляхом активної ремонетизації економіки, усвідомленням необхідності руху до цінової стабільності як головної мети монетарної політики та неможливості відмовитися в тих умовах від валютного курсу як якоря

стабільності грошової одиниці. З другого боку, це було оприлюднення середньострокових принципів грошово-кредитної політики. Концепція розгорнутого таргетування стабільності грошової одиниці також пояснювалася й обґрунтовувалася в наукових працях.

За станом на 1 січня 2002 р. порівняно з 2001 р. реальний ВВП збільшився на 9,1 %, а протягом 2000-2004 рр. його реальне зростання у середньому за рік перевищувало 8 %. Дані темпи зростання були значно вищими, ніж середнє значення по Центральній і Східній Європі (3,8 %) та країнах СНД (8 %). Їх максимальне значення (12,4 %) припало на 2004 р. Заробітна плата впродовж 2001 р. підвищилася на 20,4 %, інфляція становила 6,1 %, тоді як грошова маса зросла аж на 42 %.

Протягом 2000-2006 рр. процеси в монетарній сфері були адекватні процесам, що відбувалися у реальному секторі економіки та бюджетній сфері. У даний період почалось економічне зростання, підвищилась цінова стабільність, рівень інфляції знижувався. Заходи монетарної політики передбачали зниження та встановлення диференційованих норм мінімальних обов'язкових резервів, зниження облікової ставки, збільшення обсягів рефінансування тощо. У результаті обсяг кредитних вкладень комерційних банків в економіку зріс із 19,5 млрд. грн. у 2000 р. до понад 245 млрд. грн. у 2006 р. [12].

Значно збільшився у даний період коефіцієнт монетизації економіки, який на початок 2007 р. становив понад 48 % [12]. Фактично відбувався процес демонетизації національного господарства, який у поєднанні із відповідними структурними змінами у реальному секторі, підвищенням продуктивності праці, залученням інвестицій та за умови ефективного функціонування банківської системи істотно сприяє зростанню реального ВВП. Зазначені тенденції були також зумовлені поступовим відновленням ролі капіталомістких галузей (металургії, машинобудування) у структурі економічного зростання, що зумовлювало зростаючий попит на кредити з відповідним зростанням потреби в платіжних засобах для обслуговування обороту ВВП.

Рівень інфляції на даному етапі був помірним, але з другої половини 2002 р. виник суттєвий інфляційний тиск та стійкий тренд до зростання як споживчих цін, так і цін виробників. З середини 2002 р. 12-місячна плинна інфляція мала від'ємні значення, а вже в першій половині 2005 р. даний показник перевищив 14 %. У 2006 р. плановий показник інфляції, який згідно з Законом України "Про Державний бюджет України на 2006 рік" мав становити 8,7 %, було перевищено на 2,9 процентного пункту, і фактично він сягнув рівня 11,6 %.

Така ситуація була спричинена різким підвищенням цін на низку продуктів харчування внаслідок низького врожаю 2003 р. та адміністративним підвищенням цін на житлово-комунальні й транспортні

послуги в умовах нерозвиненості ринку та структурної перебудови в промисловості і сільському господарстві. Так, у 2006 р. комунальні послуги подорожчали на 85,7 %, послуги пасажирського транспорту – на 42,1 %. При цьому плата за центральне опалення підвищилася в 2 рази, гарячу воду – в 1,9 раза, газопостачання – в 1,8 раза, електроенергію – в 1,6 раза, холодну воду та квартплату – в 1,4 раза.

На зростання інфляції впливав також монетарний фактор у вигляді підвищення темпів зростання пропозиції грошей. Індекс цін виробників у 2004 р., реагуючи на зростання світових цін на енергоносії та метали, перевищив 24 %. Широка базова інфляція перевищила 9 %, що було відображенням впливу монетарного фактора.

Упродовж 2000-2006 рр. активно проводилась політика щодо відновлення і збільшення розмірів валютних резервів. На кінець 2006 р. їх обсяг зріс до 22 млрд. дол. США, а наприкінці 1997 р. цей показник дорівнював 0,7 млрд. дол. США.

Починаючи з 2000 р. Україна запровадила режим керованого плаваючого обмінного курсу замість валютного коридору. Українські вчені-економісти зазначають, що попри всі недоліки фіксованих валютних курсів, вони залишаються одним із засадничих елементів світової валютної системи. Так, у Євросоюзі однією з умов участі в Євросоні є підтримання фіксованого курсу національної валюти щодо євро у граничних межах відхилень $\pm 15\%$.

В умовах складної макроекономічної ситуації та впливу світової фінансової кризи грошово-кредитна політика в 2008 р. була спрямована на виконання основної функції Національного банку України – забезпечення стабільності національної грошової одиниці.

З початку 2008 р. Національний банк України в контексті здійснення антиінфляційних заходів продовжував проводити процентну політику, спрямовану на підвищення вартості національної валюти, та вживав заходів щодо стимулювання позитивних зрушень у структурі активно-пасивних операцій банків. Утім, такі заходи не були механічним обмеженням грошової пропозиції. За станом на початок жовтня банківська система мала досить значний запас ліквідності – обсяги ліквідних коштів банків удвічі перевищували їх потреби, пов'язані з поточною діяльністю.

Однак з початку жовтня (на тлі розгортання зовнішньої фінансової кризи) на фінансовому ринку України почали спостерігатися ознаки напруги, що була наслідком негативного інформаційного фону та штучно спровокованої недовіри вкладників, які масово почали знімати кошти зі своїх рахунків.

У період загострення напруги на фінансовому ринку в жовтні-листопаді Національний банк України спрямовував свої зусилля

насамперед на забезпечення своєчасності проведення банками розрахунків, зменшення відтоку коштів з банківської системи та збалансування ситуації на валютному сегменті ринку.

У цьому контексті Національний банк України розширив можливості банків з підтримки ними своєї ліквідності через механізми рефінансування, пом'якшив вимоги до формування банками обов'язкових резервів, обмежив здійснення певних активних операцій банків в іноземній валюті, упорядкував правила здійснення валютних операцій.

Заходи, вжиті Національним банком України для стабілізації ситуації, сприяли зниженню напруги на грошово-кредитному ринку, що знайшло своє відображення в поступовому уповільненні відтоку депозитів банківської системи, зокрема й коштів населення, збільшенні ліквідності банківської системи, стабілізації ситуації на міжбанківському кредитному ринку.

Наприкінці листопада Національний банк України почав запроваджувати другий етап стабілізаційних заходів, головною метою якого було зменшення спекулятивного попиту на іноземну валюту, а також закріплення позитивних тенденцій до стабілізації ситуації в банківській системі. Цей етап стабілізаційних заходів, зокрема, передбачає:

1. Обмеження обсягів підтримки ліквідності банків – регулювання ліквідності банківської системи наразі здійснюється з використанням стандартних процедур, що використовувалися до посилення напруги на ринку в жовтні.

2. Коригування вимог з формування банками обов'язкових резервів у напрямі посилення привабливості здійснення активно-пасивних операцій у національній валюті – на сьогодні норматив обов'язкового резервування за коштами в національній валюті знижено до нуля.

3. Вжиття заходів щодо підвищення вартості національної валюти (у тому числі через підвищення ставок за активно-пасивними операціями Національного банку) з метою створення додаткових стимулів для повернення коштів у банківську систему. Зокрема, за даними офіційного сайту Національного банку України, з 19 грудня ставки за кредитами овернайту підвищено до рівня 22 % (під забезпечення) та 25 % (без забезпечення), а середньозважена ставка за мобілізаційними операціями в грудні збільшилася до 16,8 % річних (у листопаді – 6 % річних) [67].

У грудні для підтримання ліквідності банків Національний банк України надав кредитів рефінансування на загальну суму близько 30,7 млрд. грн. (у тому числі кредитів овернайту – 6,1 млрд. грн.) порівняно із 45,5 млрд. грн. (з яких 24,3 млрд. грн. – кредити “овернайт”) у листопаді. Усього з початку року було надано кредитів рефінансування на загальну суму 169,5 млрд. грн. (91,8 млрд. грн. – кредити “овернайт”).

Крім того, Національний банк України з метою поліпшення механізму перерозподілу між банками тимчасово вільних коштів не припиняв проведення мобілізаційних операцій. Загальний обсяг таких операцій у грудні становив 3,4 млрд. грн., а з початку року – 57,2 млрд. грн.

Розширюючи можливості з підтримки ліквідності банків, Національний банк України не знижував відсоткові ставки за своїми операціями, зберігаючи антиінфляційну спрямованість своєї політики. Середньозважена відсоткова ставка за операціями з підтримки ліквідності в 2008 р. становила 15,3 % порівняно з 10,1 % у 2007 р [67].

Завдяки стриманому підходу до проведення операцій з рефінансування, обсяг коррахунків банків у грудні незначно знизився (на 3,3 %) – до 18,6 млрд. грн. (з початку року – на 2,2 %).

Проте сезонне зростання попиту на готівку в останній місяць року (зростання готівки поза банками становило в грудні 9,5 %, з початку року – 39,3 %) призвело до прискореного зростання монетарної бази. Монетарна база в грудні зросла на 8 % (31,5 % за 2008 р.) – до 186,7 млрд. грн.

Певним чином на динаміку грошової пропозиції впливала політика уряду з управління бюджетними коштами. Кошти уряду в національній валюті на рахунках у Національному банку України після збільшення впродовж перших 11 місяців 2008 р. майже в 3,9 раза – до 17 млрд. грн. у грудні зменшилися на 54,6 % – до 7,7 млрд. грн. Це було вагомим чинником прискорення зростання монетарних агрегатів протягом останнього місяця року.

Слід зазначити, що Національний банк України (за підсумками грудня) забезпечив дотримання кількісного критерію ефективності за монетарною базою (190 млрд. грн.), передбаченого меморандумом про економічну та фінансову політику в рамках спільної з Міжнародним валютним фондом програми “Стенд-бай”.

У той же час зростання грошової маси в грудні було помірним і становило 6,4 % (початку року – 29,9 %) – до 514,7 млрд. грн. [67].

Депозити фізичних осіб упродовж грудня зросли на 4,3 % – до 215,6 млрд. грн. (з початку року – на 31,1 %). Депозити юридичних осіб зросли на 7,6 % – до 142,3 млрд. грн. (з початку року – на 23 %). Загальний обсяг депозитів у грудні збільшився на 5,6 % (з початку року – на 27,7 %) – до 357,8 млрд. грн.

Обсяг кредитних вкладень у грудні збільшився на 9,3 % (з початку року – на 71,9 %) – до 733,9 млрд. грн. Обсяг кредитів юридичним особам збільшився на 10,2 % (з початку року – на 69,7 %) – до 460,5 млрд. грн. Кредити, надані фізичним особам, збільшилися на 7,7 % у грудні та на 75,9 % з початку року – до 273,4 млрд. грн.

Така динаміка кредитів і депозитів була значною мірою зумовлена їх курсовою переоцінкою.

У грудні продовжувала спостерігатися тенденція до зростання вартості депозитів, що було відображенням роботи банків зі створення стимулів для повернення вкладів у банківську систему. Так середньозважена вартість депозитів у національній валюті в грудні порівняно з листопадом збільшилася з 12 до 13 %, за її незначного зменшення в іноземній – з 8,3 до 8,2 %. Інтегральна ставка за депозитами зросла з 10,8 до 11,2 %.

Разом з тим відбулося зменшення середньозваженої відсоткової ставки за кредитами в національній валюті, за одночасного її збільшення в іноземній. Так середньозважена вартість кредитів у національній валюті за цей період зменшилася з 22,6 до 21,6 %, в іноземній – збільшилася з 11,5 до 12,6 %. Інтегральна ставка за кредитами збільшилася з 18,7 до 19,4 % [67].

Аналізуючи основні показники, що характеризують ефективність грошово-кредитної політики в динаміці, слід відзначити, що основними показниками, що характеризують ефективність грошово-кредитної політики в динаміці, є індекс споживчих цін, курс гривні щодо долара США, середня процентна ставка за депозитами та темпи приросту кредитів.

Головним орієнтиром грошово-кредитної політики, що відображає рівень і тенденції стабільності грошової одиниці, є індекс споживчих цін. Далі наведено динаміку індексу споживчих цін в Україні за період 1992-2008 рр. (табл. 2.1).

Представимо наведені у таблиці дані у графічному вигляді на такому графіку (рис. 2.1).

Таблиця 2.1

**Динаміка індексу споживчих цін в Україні
за період 1992-2008 рр., %**

Рік	Індекс споживчих цін	Рік	Індекс споживчих цін
1991	390,0	2000	125,8
1992	2 100,0	2001	106,1
1993	10 256,0	2002	99,4
1994	501,0	2003	108,2
1995	281,7	2004	112,3
1996	139,7	2005	110,3
1997	110,1	2006	111,6
1998	120,0	2007	116,6
1999	119,2	2008	122,3

Джерело: дані офіційного сайта Національного банку України (www.bank.gov.ua).

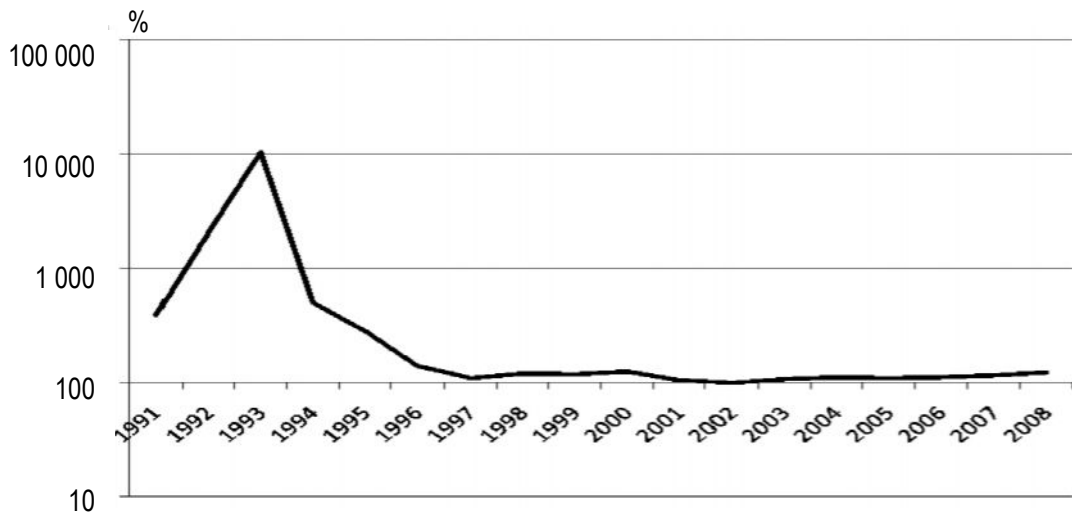


Рис. 2.1. Динаміка індексу споживчих цін в Україні за період 1992-2008 рр., %

Як можна побачити з наведеного вище графіка, грошова-кредитна політика в Україні за період 1991-2008 рр. з точки зору стабілізації грошової одиниці, незважаючи на досить серйозну дестабілізацію індексу споживчих цін у 1992-1994 роках, була достатньо вдалою та максимально повно реалізувала власні функції. Тенденція стабілізації індексу споживчих цін найкраще починає спостерігатись з 1996 року, що збігається з часом проведення грошової реформи, яка й була основним важелем держави в даному напрямку.

Головний орієнтир грошово-кредитної політики (стабільність грошової одиниці) включає внутрішню та зовнішню стабільність, яка відображається в динаміці інфляції та обмінного курсу.

Індекс інфляції (індекс споживчих цін) вже було проаналізовано в попередніх розділах.

Проаналізуємо динаміку валютного курсу гривні щодо долара США. Дані за період із 1996 до 2008 року наведено в таблиці 2.2.

Таблиця 2.2

Курс гривні стосовно долара США за період 1996-2008 рр.

Рік	Грн. за 100 доларів США	Рік	Грн. за 100 доларів США
1996	182,95	2003	533,27
1997	186,17	2004	531,92
1998	244,95	2005	512,47
1999	413,04	2006	505,00
2000	544,02	2007	505,00
2001	537,21	2008	529,00
2002	532,66		

Джерело: дані офіційного сайту Національного банку України (www.bank.gov.ua).

Подаємо дані щодо курсу гривні стосовно долара США у графічному вигляді на даній діаграмі (рис. 2.2).

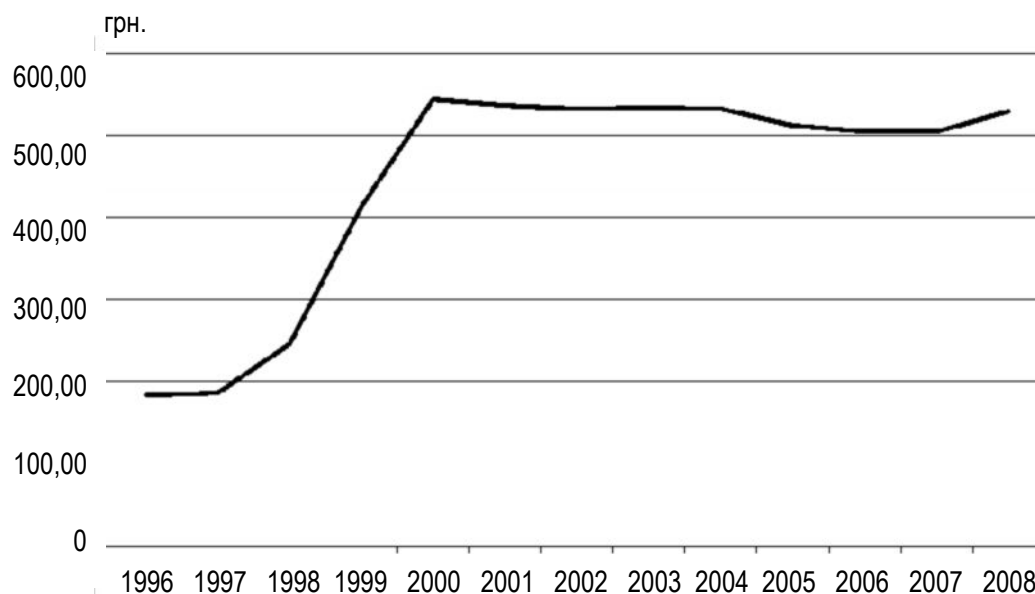


Рис. 2.2. Курс валюти (долара США) в Україні за період 1996-2008 рр., грн. за 100 доларів США

Як бачимо, курс валют, не враховуючи дані під впливом економічної кризи 2008 року, аналогічно індексу споживчих цін (індексу інфляції) за період 2000-2008 роки мав стабільну тенденцію, за винятком перших років після грошової реформи. Це також свідчить про те, що грошово-кредитна політика реалізувала свої функції стосовно утримання курсу гривні на стабільному рівні за період 2000-2008 рр.

На наш погляд, два розглянуті показники мають певну спільну тенденцію. Нами було проведено аналіз кореляції між ними за допомогою статистико-математичного пакета STATISTICA 7.0. У результаті було виявлено суттєвий зв'язок, причому обернений, між курсом валют та індексом споживчих цін. На основі проведеного дослідження ми можемо стверджувати, що проаналізовані показники є взаємозалежними на 68 %, причому впливають один на одного обернено пропорційно. Виявлена закономірність має практичне значення та може бути використана для прогнозування тенденцій на майбутнє.

Розглянемо темпи зростання основних показників грошово-кредитної політики за період 2001-2007 рр. Основні показники, що характеризують грошово-кредитну політику, наведено в таблиці 2.3.

Таблиця 2.3

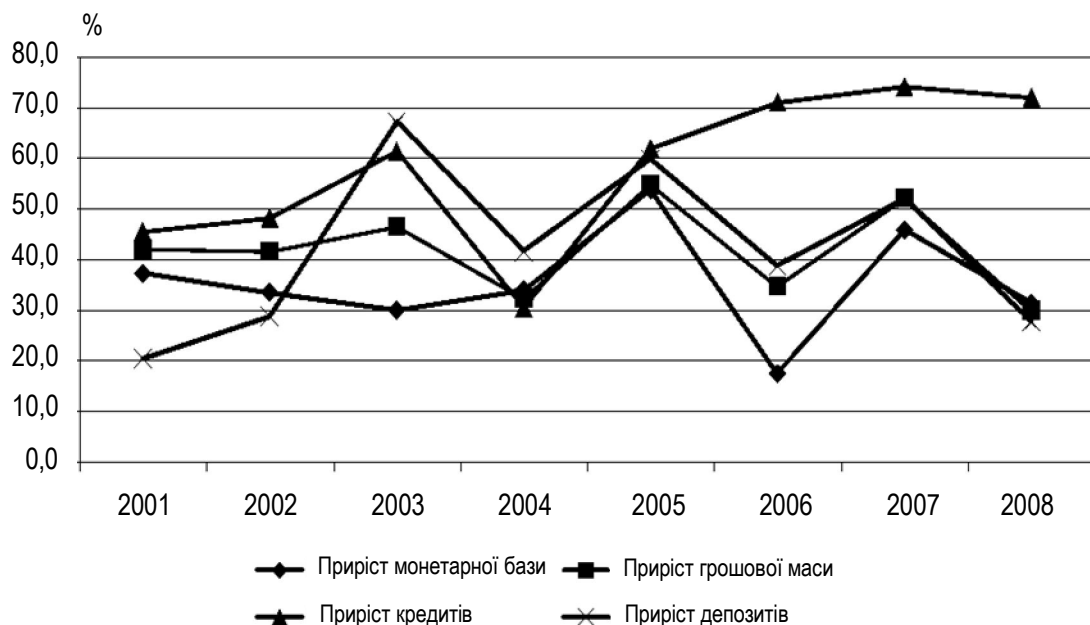
**Темпи зростання основних показників
грошово-кредитної політики в Україні за період 2001-2007 рр., %**

Темпи зростання	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Монетарна база	37,4	33,6	30,1	34,1	53,9	17,5	46,0
Грошова маса	42,0	41,6	46,5	32,4	54,8	34,7	52,2
Кредитні вкладення в економіку	45,6	48,2	61,4	30,6	61,9	71,0	74,1
Депозити	20,4	28,8	67,2	41,6	59,9	38,8	51,9

Джерело: дані офіційного сайту Національного банку України (www.bank.gov.ua).

На наступному рисунку наведена у графічній формі динаміка зазначених показників (рис. 2.3).

Проаналізувавши наявність кореляції між наведеними вище показниками за допомогою пакета STATISTICA 7.0, ми отримали дані результати. Найбільша залежність спостерігається між показниками темпів зростання грошової маси та монетарної бази. Вони є взаємопов'язаними на 79 %. Найбільш важливими є кореляція темпів зростання кредитних вкладів і грошової маси (вони залежать один від одного на 54 %) та депозитів і кредитних вкладів – на 46 %. Майже відсутня кореляція між темпами зростання кредитних вкладів і монетарної бази – їх зв'язок наближається до нуля.



**Рис. 2.3. Динаміка темпів зростання основних показників
грошово-кредитної політики в Україні за період 2001-2008 рр., %**

Таким чином, статистично значущими є лише результати кореляції між темпами зростання грошової маси та монетарної бази. Всі інші результати не відображають повною мірою взаємозалежність досліджуваних показників.

Розглянемо динаміку процентної ставки за депозитами в Україні за період 2001-2007 рр.

У таблиці 2.4 наведено дані досліджуваного показника.

Таблиця 2.4

Середня процентна ставка за депозитами в Україні за період 2001-2007 рр., %

Рік	Процентна ставка
2001	10,7
2002	7,0
2003	9,6
2004	8,0
2005	7,9
2006	7,9
2007	8,6

Джерело: дані офіційного сайту Національного банку України (www.bank.gov.ua).

Наведемо дану інформацію у графічному вигляді (рис. 2.4).

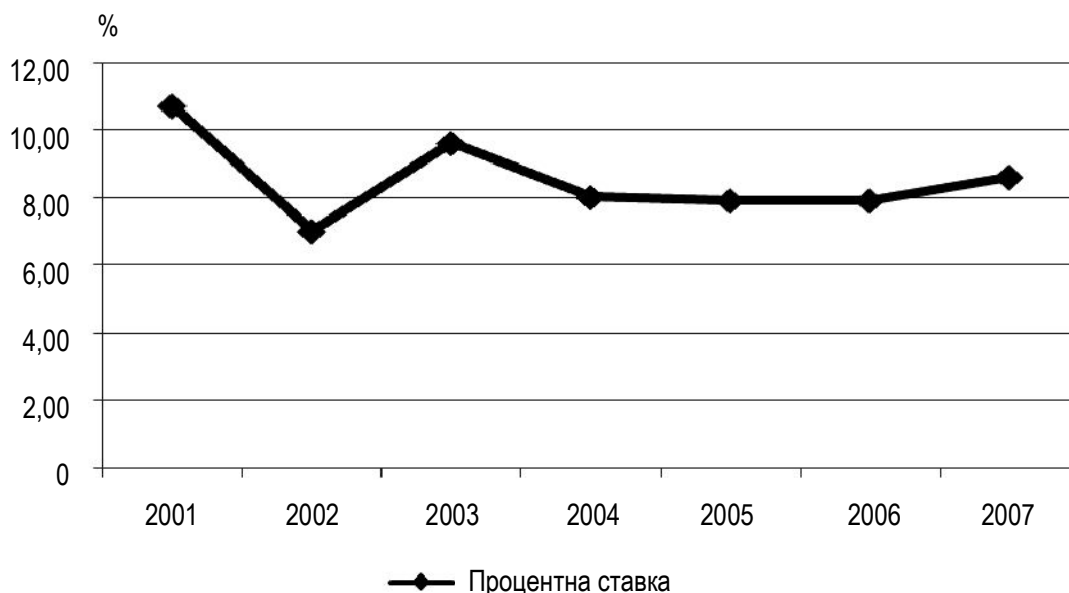


Рис. 2.4. Середня процентна ставка за депозитами в Україні за період 2001-2007 рр., %

Порівняємо дану динаміку із динамікою темпів зростання кредитних вкладів в економіку та депозитів (табл. 2.5).

Таблиця 2.5

Порівняння динаміки процентної ставки та темпів зростання кредитів і депозитів в Україні за період 2001-2007 рр., %

Рік	Процентна ставка	Темпи зростання кредитів	Темпи зростання депозитів
2001	10,7	45,6	20,4
2002	7,0	48,2	28,8
2003	9,6	61,4	67,2
2004	8,0	30,6	41,6
2005	7,9	61,9	59,9
2006	7,9	71,0	38,8
2007	8,6	74,1	51,9

Джерело: дані офіційного сайту Національного банку України (www.bank.gov.ua).

Наведемо дану інформацію у графічному вигляді (рис. 2.5).

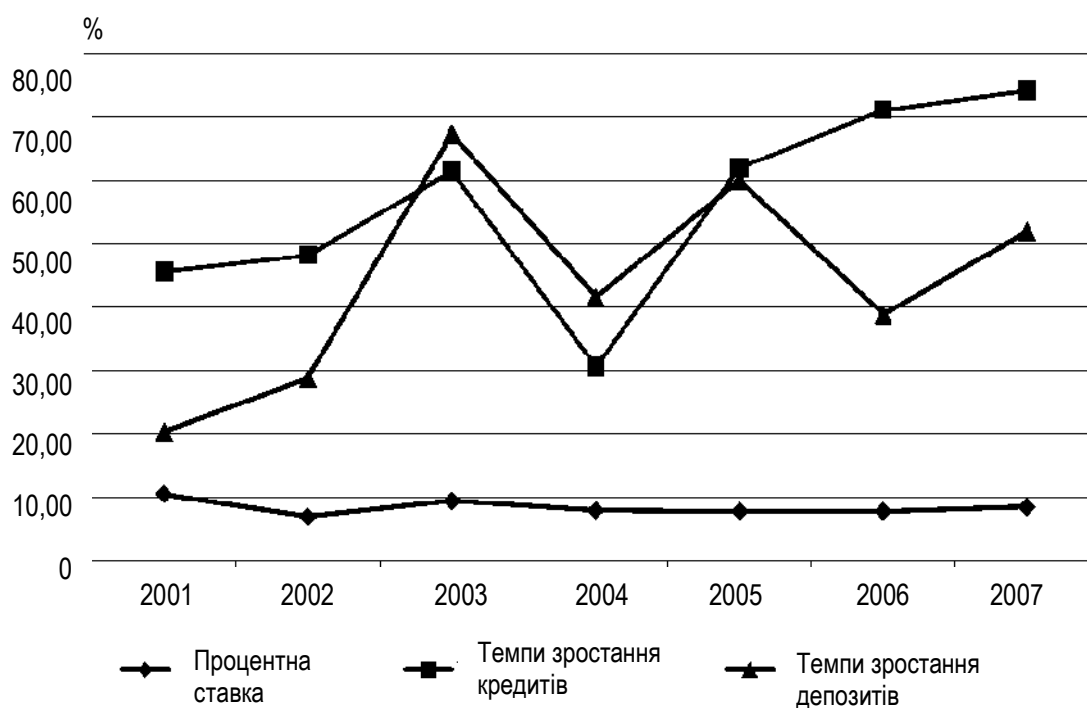


Рис. 2.5. Порівняння динаміки процентної ставки та темпів зростання кредитів і депозитів в Україні за період 2001-2007 рр., %

Проаналізуємо кореляційну залежність досліджуваних показників. Результати аналізу вказують на те, що залежність є слабкою та статистично незначущою. Так, процентна ставка впливає на темпи зростання кредитів на 3 % (причому зв'язок обернено пропорційний) і на темпи зростання депозитів на 7 % (прямо пропорційний зв'язок).

Це дозволяє зробити висновок, що в Україні за аналізований період часу порушувались основні принципи економічної теорії щодо регулювання попиту та пропозиції на гроші через процентну ставку. Наше дослідження показало, що процентна ставка є фактором, який взагалі не впливає на дані величини.

У той же час причиною отриманого результату може бути й неточність проведеного дослідження за таких обставин. По-перше, для дослідження була взята процентна ставка за депозитами, хоча для кредитів вона суттєво відрізняється. По-друге, статистичний аналіз вказує на те, що дані не є статистично значущими. Тобто їх недостатньо для аналізу явища в повному обсязі. Отже, ми не можемо стверджувати, що залежність між цими показниками настільки низька. На більшому масиві статистичних даних ми могли б отримати зовсім інші результати.

Наступною парою показників, які ми вважаємо за необхідне дослідити, є мобілізація коштів та обсяги отриманого рефінансування банками України. Статистичні дані наведено в таблиці 2.6.

Таблиця 2.6

Порівняння динаміки мобілізації коштів і рефінансування банків за період 2001-2007 рр., млн. грн.

Показник	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Мобілізація коштів	–	–	440	11 273	17 200	6 760	109 773
Рефінансування банків	1 202	–	–	20 544	12 000	8 331	2 523

Джерело: дані офіційного сайту Національного банку України (www.bank.gov.ua).

На жаль, відсутні дані за 2001-2002 роки, тому ми виключимо їх із досліджуваного періоду з метою зменшення похибки при кореляційному аналізі. Наведемо наявні дані у графічній формі (рис. 2.6).

Як результат статистичного аналізу на предмет наявності кореляційного зв'язку між даними показниками, було визначено, що залежність між динамікою мобілізації коштів і рефінансуванням банків є середньою. Мобілізація коштів впливає на рефінансування банків на 36 %. Зв'язок є обернено пропорційним та статистично незначущим.

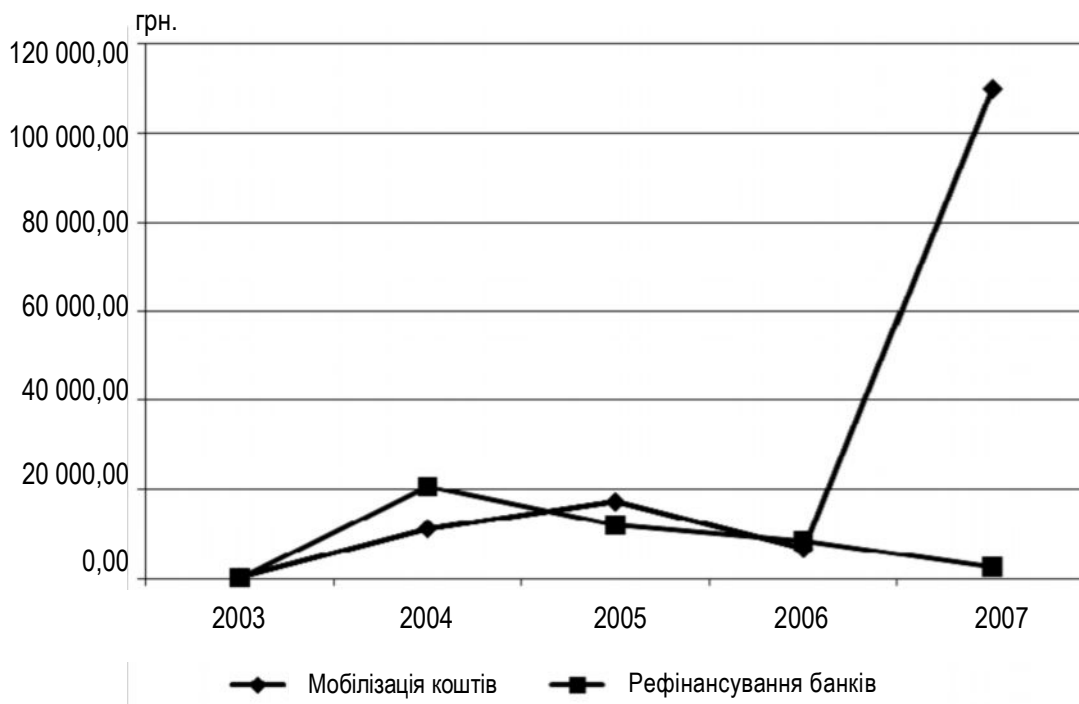


Рис. 2.6. Динаміка мобілізації коштів і рефінансування банків в Україні за період 2001-2007 рр., млн. грн.

Враховуючи проведений аналіз і результати інших досліджень у даній галузі [19], монетарна політика в період, що розглядається, характеризувалася масованими і значною мірою нестерилізованими валютними інтервенціями Національного банку України. Рішення НБУ вдаватися до операцій стерилізації лише в обмежених обсягах відображало точку зору, згідно з якою високі темпи збільшення грошової маси відповідали зростанню попиту на гроші, з огляду на реальне економічне зростання та посилення важливості грошових розрахунків.

Фіскальна політика до середини 2004 р. залишалась доволі стриманою. Дефіцит консолідованого бюджету за методологією МВФ становив у 2003 р. 0,7 % від ВВП. Таке становище відображало й зростаючу заборгованість із повернення ПДВ. У 2005 р. фіскальна політика продовжила процес експансіоністського зростання поточних витрат, яке започаткував попередній уряд у 2003-2004 рр., перерозподіляючи загальні витрати від корпоративного сектора з високим рівнем заощаджень на користь сектора домогосподарств із нижчим рівнем заощаджень. Водночас відставання структурних реформ і передбачене бюджетом різке зростання податкового тягаря пригнічувало попит на приватні інвестиції.

Своєрідним фактором психологічного стримування ділової активності суб'єктів грошово-кредитного ринку відбувається у період загострення політичного протистояння, особливо це проявляється під час проведення виборчих кампаній. Політична невизначеність у такі

періоди значно зменшує привабливість українського ринку для іноземних інвесторів, що є дестабілізуючим фактором грошово-кредитної системи країни. У 2004 р. своєчасні та скоординовані дії Національного банку України на всіх сегментах грошово-кредитного ринку сприяли запобіганню фінансової кризи.

Економічна політика 2004-2007 рр. була вкрай небезпечною, але, можливо, вона дозволила б зберегти відносну стабільність і протягом усього 2008 р., оскільки ще в середині року приплив іноземного капіталу в Україну був досить значним. Останнє підштовхнуло Національний банк України на шлях чергової майже 5-процентної ревальвації національної валюти, яка ще більше погіршила стан поточного рахунку платіжного балансу, що й підтвердилося, як уже зазначалося, його показниками за підсумками перших 9 місяців 2008 р.

Нині українська економіка опинилася у подвійній пастці власної та світової фінансових криз, коли можна очікувати і банківської кризи, і досить глибокого падіння економіки.

Загроза зростання ступеня неповернення кредитів українським банкам, узятих насамперед в іноземній валюті, підвищує імовірність їх масових банкрутств. При цьому в державі буде явно недостатньо коштів для виплати компенсацій вкладникам збанкрутілих банків, особливо якщо врахувати очікувану напруженість бюджету у 2009 р. Надія на зовнішні позики для підтримання бюджету і одночасно на кредити для підтримання стабільності зумовить довготривалу боргову залежність України як держави.

На думку економістів, в Україні також слід очікувати, що в 2008-2009 рр. буде витрачено значну частину ресурсів позики, отриманої від МВФ, і ресурсів Національного банку України, а це означає, що в економіці, крім уже наявних факторів, які посилюють інфляцію, будуть і фактори, пов'язані з очікуваною девальвацією та труднощами в обслуговуванні боргів. Серед факторів, які стримують інфляцію, неминуче доведеться запроваджувати обмеження на зростання заробітної плати, як це й впливає з підписаного меморандуму з МВФ. Проте цього буде явно недостатньо. Крім того, Національний банк України для боротьби з інфляцією проводитиме рестрикційну грошову політику, яка вже й так спостерігалася у 2008 р., що в цілому призведе до відносного скорочення грошової пропозиції замість необхідного її збільшення у зв'язку з доцільним стимулюванням попиту на гроші.

Оскільки зовнішнє фінансування все ж таки буде обмежене, особливо в 2009 р., і стане дорожчим, необхідно (за завданнями уряду) почати широко практикувати реалізацію національних цінних паперів на внутрішньому ринку, що розширить можливості фінансування економічно активних суб'єктів господарювання.

ВИСНОВКИ ДО 2 РОЗДІЛУ

Роль грошово-кредитних відносин в умовах перехідної економіки є більш значущою не лише порівняно із адміністративно-командною, але й розвинутою ринковою системою, що визначається особливостями становлення ринкових інститутів і значенням грошово-кредитних важелів для регулювання економічних процесів. Інституційну основу відносин утворюють банки, суть яких необхідно розглядати на основі діалектичного підходу через складний багатоетапний аналіз: як інститутів, що здійснюють певний набір операцій, як суб'єкта економічних відносин, зміст діяльності якого відображають притаманні йому базові функції, та як складової національної економіки, що реалізує грошово-кредитне посередництво для неперервності суспільного відтворення.

Основою оптимальної організації грошово-кредитних відносин є діяльність банківської системи, сферу функціонування якої у відповідних стосунках із суб'єктами ринку доцільно розглядати в рамках певного механізму. Банківський механізм організації грошово-кредитних відносин являє собою сукупність організаційно-економічних заходів, що формують умови та порядок дій інститутів банківської системи з управління грошово-кредитними відносинами на макроекономічному рівні, їх реалізації між економічними агентами на мікроекономічному рівні, а також підтримання стабільності банківської системи для ефектної організації грошово-кредитних відносин на макро- і мікрорівнях.

Реалізація центральним банком функції грошово-кредитного регулювання має засновуватись на чіткій стратегії дій відповідно до ґрунтовно розробленої концепції монетарної політики, що визначає цілі регулювання та механізм їх реалізації за допомогою “класичного набору” інструментів управління грошово-кредитними відносинами. Основою для вибору орієнтирів грошово-кредитного регулювання в перехідній економіці має стати динаміка загального обсягу кредитних вкладень, що, відповідно до обраних стратегічних цілей, визначає напрями застосування центральним банком свого базового набору інструментів у рамках кредитного передавального механізму, зміст якого визначається грошово-кредитними відносинами на рівні “центральний банк – комерційні банки”.

Комерційні банки є головними носіями грошово-кредитних відносин в економіці. Низька кредитна активність комерційних банків на мікроекономічному рівні знаходить негативне відображення і на макроекономічному рівні, що позначається на формуванні грошової маси як складової банківського продукту. Механічне перенесення критеріїв

монетизації економік розвинутих країн в умови перехідного періоду є помилковим. Напрями до вирішення цієї проблеми полягають в оптимізації загальноекономічних умов функціонування виробництва, а отже, і створення можливостей для мультиплікативного розширення банками грошової маси через активізацію кредитних операцій.

Аналіз реалізації грошово-кредитної політики після проголошення незалежності України дає підстави зробити такі висновки:

- грошово-кредитна політика в Україні в різні періоди розвитку економіки здійснювалась адекватно тим процесам, які відбувались у сфері макроекономіки, фіскальної і структурної реформ;
- в Україні застосовується різноплановий монетарний устрій, реалізація грошово-кредитної політики забезпечується змішаним методом;
- ефективність монетарної політики пов'язана з динамікою цін, обсягами виробництва, рівнем зайнятості, курсової стабільності;
- валютно-курсова політика НБУ як найефективніша складова монетарної політики сприяла активному насиченню економіки грошима й забезпечила підвищення рівня монетизації;
- ефективна монетарна політика дала змогу накопичити значні обсяги золотовалютних резервів, що стало суттєвим фактором забезпечення макроекономічної стабільності й дало змогу НБУ у кризові періоди долати ажіотажний попит на валютному ринку;
- монетарна політика сприяла забезпеченню стабільності національної валюти, що є надзвичайно важливим в умовах залежності економіки від зовнішньоекономічної кон'юнктури;
- реальним підґрунтям для економічного зростання та стабілізації на грошово-кредитному сегменті ринку є не грошово-кредитна політика, а створення конкурентоспроможної економіки та пошук суб'єктами господарювання власних ніш як основи для підвищення попиту економіки на гроші.

Враховуючи кризу 2008 р., важливо зосередитись на підтримці системних банків, які контролюють 60-70 % ринку банківських послуг, щоб не допустити кризи системного характеру не тільки у фінансах, але й в економіці в цілому. Тому нині краще утриматися від залучення депозитів і, провівши реструктуризацію банківської системи, а також, послабивши інфляцію, дати можливість якомога швидше почати відроджувати економіку, яка вже з 2010 р. може виявитися здатною обслуговувати свої борги, і не позичати гроші у міжнародних фінансових установ.

Це мінімізує знецінення активів. Криза, вдаривши по доходах населення, знецінивши активи, збільшивши безробіття і, відповідно, посиливши навантаження на бюджет, доходи якого скоротяться, зумовивши підвищення боргового навантаження на економіку, особливо болісно позначиться на інвестиційній активності й тим самим позбавить економіку середньострокової перспективи, що є найбільш неприємним. У цьому зв'язку всі зміни в економічній політиці вже нині мають бути спрямовані на створення умов для прискореного відродження економіки, здійснення програми реструктуризації та одночасно визначення найбільш перспективних секторів для майбутнього розвитку, насамперед інноваційних.

Розділ 3

УДОСКОНАЛЕННЯ ЗАСОБІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ НАЦІОНАЛЬНОЇ ЕКОНОМІКИ

3.1. ОСНОВНІ НАПРЯМИ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ВИКОРИСТАННЯ ГРОШОВО-КРЕДИТНИХ ЗАСОБІВ

Світова практика монетарної політики нагромадила значний досвід використання певних інструментів грошово-кредитного регулювання економічних процесів. Як вже було зазначено, всі їх можна поділити на дві групи:

- інструменти опосередкованого впливу на грошовий ринок та економічні процеси;
- інструменти прямого впливу.

Розглянемо детальніше механізм використання окремих інструментів опосередкованої дії як більш ефективних і перспективних в умовах України.

Операції на відкритому ринку – це найбільш застосовуваний інструмент монетарної політики в країнах з високорозвиненими ринковими економіками. У країнах з перехідними економіками застосування цього інструмента обмежується недостатнім розвитком ринку цінних паперів (відкритого ринку), недостатньою ліквідністю державних цінних паперів тощо. Ці чинники стримування операцій на відкритому ринку досить відчутно проявляють себе і в умовах України. Проте цей інструмент у перспективі відіграватиме ключову роль і в монетарній політиці НБУ.

В умовах високорозвиненого ринку цінних паперів цей інструмент монетарної політики має суттєві переваги.

1. Він має високу оперативність і чіткість дії. Якщо центральний банк вирішив збільшити чи зменшити пропозицію грошей і їх розмір, то він може негайно дати розпорядження своїм дилерам купити чи продати цінні папери на відповідну суму, і проблема буде вирішена досить швидко. При цьому не має значення обсяг операції – він може бути незначним чи будь-яким великим.

2. На дію цього інструмента не можуть впливати ніякі інші суб'єкти ринку, крім центрального банку, що робить його регулюючий вплив досить значним, точним і ефективним.

3. Цей інструмент має властивість “гальмування”, тобто якщо допускається помилка при проведенні певної операції, то можна негайно запуснути операцію протилежної дії і виправити ситуацію з пропозицією грошей: при надмірному збільшенні пропозиції грошей негайно продати відповідну суму цінних паперів і зменшити пропозицію до потрібного рівня.

Регулювання норми обов’язкових резервів – високопотужний інструмент впливу на пропозицію грошей, що має невідворотну і негайну дію.

Цей інструмент монетарної політики має ту перевагу, що він однаково впливає на всі банки, змінюючи пропозицію грошей негайно і досить потужно. Але він має і значні недоліки.

По-перше, підвищення норми обов’язкового резервування може привести всі банки з невеликими надлишковими резервами в неліквідний стан, підірвати їх становище на ринку. Щоб урятувати такі банки, центральному банку довелось би вживати компенсуючих заходів, наприклад, посилити їх рефінансування чи збільшити купівлю цінних паперів, що буде розмивати регулятивний ефект від застосування інструмента обов’язкового резервування.

По-друге, підвищення норми резервування негативно позначається на фінансах банків, оскільки обмежує їхні доходи за активними операціями. У цьому зв’язку таке застосування даного інструмента рівноцінне підвищенню оподаткування банків.

По-третє, якщо потрібно змінити пропозицію грошей на короткий строк і в невеликих обсягах, то цей інструмент просто непридатний, бо зміна норми резервування на 1 % може дати значно більшу зміну пропозиції, ніж це потрібно. А часті зміни норми резервування взагалі можуть паралізувати діяльність банків.

Зазначені недоліки цього інструмента обумовили дуже обережне його використання в розвинутих країнах: норма резервування там установлюється на невеликому рівні і змінюється дуже рідко, а деякі країни взагалі відмовилися від нього. У країнах з перехідною економікою, де амплітуди коливання грошової маси дуже великі, цей інструмент застосовується значно ширше. Він дає змогу оперативно зменшити надмірну пропозицію грошей і урівноважити кон’юнктуру на відповідних ринках. Досить широко він застосовується НБУ протягом усього перехідного періоду. Для української практики монетарного регулювання характерні досить високий рівень норми обов’язкового резервування, широка амплітуда та висока частота їх зміни. Таке використання цього інструмента давало можливість НБУ оперативно впливати на пропозицію грошей, на інфляційні й девальваційні процеси.

Проте вказані вище недоліки цього інструмента в умовах України аніскільки не були усунуті. Їх повністю відчули на собі комерційні банки, розплачуючись своєю ліквідністю й фінансовою стабільністю. Але іншого виходу в НБУ в цей період не було, бо операції на ринку цінних паперів були розвинуті слабо.

Процентна політика – один із м'яких інструментів монетарної політики, подібний за характером впливу на пропозицію грошей до операцій на відкритому ринку.

Збільшуючи рівень облікової ставки, НБУ досягає таких регулятивних наслідків:

- стримує попит комерційних банків на свої позички, гальмує зростання їх надлишкових резервів і банківського кредитування економічних суб'єктів, стримує мультиплікацію депозитів і зростання пропозиції грошей;
- сигналізує економічним суб'єктам про свій намір “здорожчити” гроші, що саме по собі спонукає економічних суб'єктів до більш обережної поведінки і зумовлює падіння ринкової кон'юнктури.

Зниження центральним банком облікової ставки має протилежні наслідки – збільшує попит комерційних банків на позички та їх надлишкові резерви, що спричиняє зростання пропозиції грошей.

Процентна політика як монетарний інструмент має певні недоліки. Вплив його на пропозицію грошей не досить чіткий і оперативний. Для комерційних банків та інших економічних суб'єктів важлива не просто зміна облікової ставки, а зміна її співвідношення з ринковими процентними ставками, за якими вони одержують позички в інших кредиторів і самі надають позички. Якщо, наприклад, ринкові позичкові проценти зросли більше, ніж облікова ставка НБУ, то комерційним банкам буде вигідно не зменшувати свої запозичення в центрального банку. Тому НБУ не досягне ефекту гальмування пропозиції грошей підвищенням облікової ставки. Крім того, комерційні банки можуть не відреагувати відповідним чином на зміну облікової ставки і з інших причин: через інфляційні очікування, стан своєї ліквідності тощо. У разі високих інфляційних очікувань, погіршення ліквідності комерційним банкам доцільно збільшувати попит на позички НБУ навіть при підвищенні облікової ставки.

Рефінансування комерційних банків – інструмент, що застосовується в тісному поєднанні з процентною політикою. Тому цей інструмент має певні переваги перед процентною політикою. Проте для його широкого застосування не завжди є достатні передумови, зокрема в портфелях комерційних банків немає достатніх запасів векселів чи

інших цінних паперів, які слугували б забезпеченням позичок рефінансування. Особливо актуальна ця обставина для українських банків у перехідний період, коли вексельний обіг і ринок цінних паперів тільки починають формуватися.

З огляду на це застосування зазначеного інструмента було обмеженим. Тривалий час НБУ надавав свої кредити безпосередньо господарюючим суб'єктам (міністерствам, галузям, виробництвам), Міністерству фінансів на покриття бюджетного дефіциту, адміністративно чи через аукціони розподіляв їх між банками, що істотно деформувало його регулятивний вплив на пропозицію грошей через процентну політику та політику рефінансування.

Регулювання курсу національної валюти – інструмент дуже чіткої, оперативної та потужної дії. За характером впливу на масу грошей він нагадує операції на відкритому ринку.

Застосування цього інструмента монетарної політики пов'язано з певними економічними та організаційними труднощами. По-перше, у центрального банку повинен бути достатній золотовалютний запас, щоб у разі потреби можна було використати його для впливу на грошову масу. Накопичення такого запасу можливе за умови тривалого економічного зростання та активного сальдо платіжного балансу, що вимагає від країни значного економічного напруження. По-друге, кон'юнктурні ситуації на валютному і на товарних ринках можуть змінюватися неодноразово і в різних напрямках. Тому інтервенційні операції центрального банку в інтересах валютного ринку можуть виявитися небажаними для товарних ринків. З огляду на це одночасно з проведенням інтервенційної операції на товарному ринку центральний банк повинен здійснити компенсуючі (стерилізаційні) заходи, щоб не допустити зменшення чи збільшення пропозиції грошей і платоспроможного попиту на товарних ринках. При такому комплексному підході операції з регулювання валютного курсу можуть успішно слугувати й інструментом регулювання пропозиції грошей.

Певний вплив центрального банку на пропозицію грошей і на кон'юнктуру ринків досягається також через установлення економічних нормативів діяльності комерційних банків, передусім нормативів ліквідності, а також через публічне роз'яснення цілей своєї монетарної політики, рекомендацій діяти відповідно до спільно визначених цілей (стримувати кредитну діяльність, уникати дій, що дестабілізують ринок цінних паперів чи валютний курс тощо) [52].

Ефективність застосування інструментів грошово-кредитного регулювання економічних процесів безпосередньо залежить від обраної грошово-кредитної політики країни.

Політика у сфері грошового обігу та кредиту має велике значення для кожної країни, оскільки шляхом регулювання пропозиції грошей вона спрямована на забезпечення ефективного функціонування економіки, а її ключовими цілями є цінова стабільність, стабільність обмінного курсу, зростання економіки, забезпечення зайнятості, збалансування платіжного балансу, зростання добробуту населення тощо.

Грошово-кредитна політика в Україні в різні періоди розвитку її економіки здійснювалась адекватно до тих процесів, які відбувалися в сферах макроекономіки, фіскальної і структурної реформ. Вона сприяла економічному зростанню, зупиненню галопуючої інфляції, а також спрямовувалася на забезпечення стабільності національної валюти.

Грошово-кредитна політика впливає на економіку через ряд каналів, які мають назву “трансмісійний механізм”. Центральний банк впливає на окремі показники грошово-кредитної системи, а цей вплив за допомогою відповідних каналів передається на інші частини економічної системи. Причому в різних країнах цей процес може відбуватись неоднаково. Причини цього подано нижче.

По-перше, в ряді країн не всі механізми працюють ефективно та повноцінно (наприклад, внаслідок недостатнього розвитку фінансових ринків). Якщо центральний банк буде використовувати механізми, які не працюють повноцінно, тоді реакція економіки може несподівано вийти за рамки очікуваної як у позитивному, так і в негативному напрямку.

По-друге, можливість використання та ефективність окремих інструментів залежить від стабільності основних макроекономічних показників, рівня інтегрованості економіки країни у світову економічну систему, умов функціонування економіки країни в цілому. Тобто стан економічної системи значною мірою визначає тип монетарної політики, яка може бути використана.

Аналізуючи питання підвищення ефективності *монетарного регулювання*, доцільно розглянути досвід тих країн, де рівні розвитку економіки й труднощі у грошово-кредитному регулюванні є аналогічними або принаймні подібними до України. А Україна має ряд відмінностей від розвинутих країн, зокрема відсутність рівноваги платіжного балансу та стабільності національної грошової одиниці, слабка залежність обсягів грошової маси від процентної політики НБУ, нерозвиненість фінансових ринків, значна інфляція, незбалансованість бюджету, слабка інтеграція України у світову фінансову систему.

Починаючи з 80-х років ХХ ст. у світовій науковій думці набув поширення термін “ринки, що швидко розвиваються” (*emerging markets*). Термін вперше був введений економістом Світового банку Антуаном Ван Агмаелем у 1980 році і використовується для позначення країн, які

за рівнем розвитку економічної системи знаходяться посередині між розвинутими країнами (*developed countries*) та “країнами, що розвиваються” (*developing countries*) [129]. До ознак “країн з ринками, що швидко розвиваються”, належать швидкий розвиток економіки та середній рівень доходів на душу населення.

Перелік цих країн формується періодичними виданнями, наприклад журналом “The Economist” або світовими рейтинговими агентствами, такими як Морган Стенлі. Суттєвим недоліком подібних (створених з оглядовими цілями) класифікацій є той факт, що перелік країн зазвичай не є вичерпним, невеликі країни, такі як Україна і країни з недостатньою ліквідністю до нього звичайно не включають [129].

З цього приводу слід зауважити, що, незважаючи на відсутність України в переліку, створеному Морган Стенлі, за своїми економічними характеристиками вона є типовою “країною з ринками, що швидко розвиваються”. На підтвердження цього слід навести такі факти: MSCI Barra (одна з найбільших світових фірм, що займаються консультаціями у сфері фінансових ринків) відносить Україну до переліку цих країн [148]; аналогічного погляду притримується аналітичне агентство “Business Monitor International” [128].

Дуже важливо, що уряди “країн з ринками, що швидко розвиваються”, ставили в 1990-х роках перед собою ті ж завдання, які постають перед Україною сьогодні: це і стабілізація рівнів інфляції, і зниження волатильності валютного курсу, й усунення чинників фінансової та соціальної нестабільності. Як наслідок, дуже актуальним є дослідження такого питання: як конкретно здійснювалась монетарна політика в подібних країнах, які зміни відбувались у її проведенні, які уроки можна винести з даної практики для України.

Стосовно України сьогодні та інших “країн з ринками, що швидко розвиваються” в 90-х роках ХХ ст., то можна навести деякі аргументи як “за”, однак значно більше аргументів “проти” встановлення низької і, головне, прогнозованої інфляції як єдиної мети монетарної політики.

З одного боку, в цих країнах, як правило, існували високі інфляційні очікування населення. Це є наслідком низької довіри до центральних банків і досвідом збільшення цін у попередні роки. Економічні суб’єкти очікують майбутнє збільшення цін, закладаючи свої очікування в ціни на продукцію, що автоматично викликає інфляційні процеси. У цих умовах рекомендації щодо збільшення грошової маси є неефективними. Для економічного розвитку необхідні насамперед чітко прогнозовані рівні цін і валютного курсу.

З іншого боку, така політика зниження інфляції стикається з рядом практичних труднощів.

По-перше, в ряді цих країн у 90-х роках ХХ ст. і в Україні сьогодні (як і в багатьох інших пострадянських країнах) існують дуже великі відмінності у рівнях ризиковості та дохідності бізнесу. Значно вищі доходи від банківської та підприємницької діяльності порівняно з розвинутими країнами одночасно є більш ризиковими. Це викликає значний міждержавний рух капіталів, що негативно відображається на стабільності курсу національної валюти. Адже в разі збільшення політичної нестабільності або підвищення економічного ризику виникає швидкий відтік капіталу, що збільшує нестабільність курсу валюти та викликає негативне сальдо платіжного балансу.

По-друге, концентрація експорту на певній групі продуктів підвищує ризик дестабілізації, викликаній зміною кон'юнктури на цих ринках. Так, в Україні у 2008 році близько 45 % всього експорту було сконцентровано на продажу продукції металургійного комплексу (табл. 3.1) [82].

Відповідно ризик зміни цін на металургійну продукцію є серйозною загрозою для економіки України; фінансова криза в Україні наприкінці 2008 року яскраво показала це. Спостерігалось падіння цін на всі основні товари українського експорту, однак саме виручка від продажу металургійної продукції була основою експортних надходжень, і саме по ній спостерігалось найбільше падіння експортної виручки (на 49,4 %) [2]. Це викликало порушення рівноваги платіжного балансу та, як наслідок, паніку на валютному ринку і різке зниження курсу національної валюти.

По-третє, в країнах з перехідними економіками (від адміністративно-командної до ринкової економіки) та низькими доходами, таких як Україна, існує невідповідність між цінами внутрішнього ринку й цінами за кордоном; а також різниця у заробітних платах всередині країни та за її межами. Цінова невідповідність стосується насамперед споживчих товарів, оскільки значні диспропорції у цінах на товари, що експортуються та імпортуються, усуваються під час зовнішньої торгівлі. Як наслідок, ціни на споживчі товари та заробітні плати в цих країнах є, як правило, нижчими світового рівня, та поступово підвищуються до світового рівня, в той час як ціни на товари, що продаються на зовнішніх ринках, наближаються до світового рівня значно швидше. Результатом цих процесів є те, що ціни на різні товарні групи змінюються з різною швидкістю. На рис. 3.1 подано результати досліджень Ш. Курі, М. Мекані та Е. Офердала [157], які показують, що в країнах, які здійснюють перехід від адміністративно-командної до ринкової економіки, індекси зміни цін по окремих товарних групах значно відрізняються.

Структура експорту України: 2005 – I півріччя 2008 р., млн. дол. США

Найменування груп товарів	2005				2006				2007				2008		2007	2008	I квартал 2008 р.	II квартал 2008 р.	III квартал 2008 р.	IV квартал 2008 р.
	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	I квартал	II квартал	I півріччя	I квартал 2008 р.	II квартал 2008 р.	III квартал 2008 р.	IV квартал 2008 р.	
УСЬОГО у тому числі:	8 531	8 844	8 462	9 187	8 197	9 461	10 671	10 620	10 848	12 526	12 688	13 778	13 937	18 917	23 374	32 854	128,5	151,0	140,6	140,6
Продовольчі товари та сировина для їх виробництва	854	919	1 084	1 450	1 033	1 054	1 366	1 260	1 243	1 645	1 410	1 950	1 794	1 997	2 888	3 791	144,3	121,4	131,3	131,3
% до загального обсягу	10,0	10,4	12,8	15,8	12,6	11,1	12,8	11,9	11,5	13,1	11,1	14,2	12,9	10,6	12,4	11,5	-	-	-	-
Мінеральні продукти	1 289	1 218	903	980	857	986	906	717	867	1 036	980	852	957	2 029	1 903	2 986	110,4	195,8	156,9	156,9
% до загального обсягу	15,1	13,8	10,7	10,7	10,5	10,4	8,5	6,8	8,0	8,3	7,7	6,2	6,9	10,7	8,1	9,1	-	-	-	-
Продукція хімічної та пов'язаних з нею галузей промисловості	914	935	959	1 076	987	1 164	1 240	1 206	1 288	1 378	1 348	1 560	1 615	1 875	2 666	3 490	125,4	136,1	130,9	130,9
% до загального обсягу	10,7	10,6	11,3	11,7	12,0	12,3	11,6	11,4	11,9	11,0	10,6	11,3	11,6	9,9	11,4	10,6	-	-	-	-
Деревина та вироби з неї	237	265	255	231	244	300	318	337	360	400	413	422	421	462	760	883	116,9	115,5	116,2	116,2
% до загального обсягу	2,8	3,0	3,0	2,5	3,0	3,2	3,0	3,2	3,3	3,2	3,3	3,1	3,0	2,4	3,3	2,7	-	-	-	-
Промислові вироби	288	308	348	296	294	317	360	330	336	356	413	393	406	415	692	821	120,8	116,6	118,6	118,6
% до загального обсягу	3,4	3,5	4,1	3,2	3,6	3,4	3,4	3,1	3,1	2,8	3,3	2,9	2,9	2,2	3,0	2,5	-	-	-	-
Чорні і кольорові метали та вироби з них	3 641	3 738	3 229	3 439	3 353	3 957	4 576	4 534	4 719	5 263	5 331	5 474	5 882	8 791	9 982	14 673	124,6	167,0	147,0	147,0
% до загального обсягу	42,7	42,3	38,2	37	4	40,9	41,8	42,9	42,7	43,5	42,0	39,7	42,2	46,5	42,7	44,7	-	-	-	-
Машини та устаткування, транспортні засоби, прилади	944	1 128	1 279	1 288	1 080	1 311	1 453	1 719	1 661	1 973	2 302	2 546	2 405	2 833	3 634	5 238	144,8	143,6	144,1	144,1
% до загального обсягу	11,1	12,8	15,1	14,0	13,2	13,9	13,6	16,2	15,3	15,8	18,1	18,5	17,3	15,0	15,5	15,9	-	-	-	-
Різне	364	333	405	427	349	372	452	517	374	475	491	581	457	515	849	974	122,2	108,4	114,5	114,5
% до загального обсягу	4,3	3,8	4,8	4,6	4,3	3,9	4,2	4,9	3,4	3,8	3,9	4,2	3,3	2,7	3,6	3,0	-	-	-	-

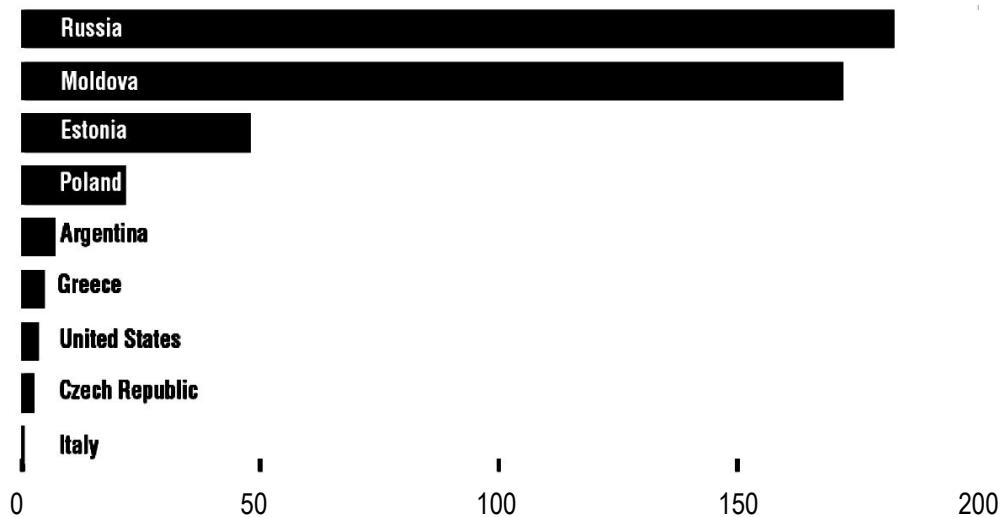


Рис. 3.1. Відмінності в індексах зміни цін за різними товарними групами в окремих країнах, I-III квартали 1996 р.

Примітка. Визначено як середньозважена квадратичних відхилень між індексом зміни цін за окремими товарними групами та індексом інфляції в країні.

Така ситуація викликає труднощі у встановленні таргетів (незалежно монетарних чи інфляційних). Адже певний (і часто досить високий) рівень інфляції є природним для перехідної економіки, і штучне його стримування шляхом звуження монетарної бази буде шкідливим для економічної системи. Доказом цього є дослідження Ш. Курі, М. Мекані та Е. Офердала [157], які показали, що близько 5 % інфляційних процесів у країнах колишнього СРСР прямо пов'язано зі змінами у цінах на різні товарні групи. Для інших постсоціалістичних країн це значення ще вище (рис. 3.2).

По-четверте, в “країнах з ринками, що швидко розвиваються”, як правило, обмежений доступ до позикового капіталу за межами країни в поєднанні з незначними золотовалютними резервами. Причина обмеженого доступу таких країн до закордонних позик – слабкість економіки, яка викликає недостатню кредитоспроможність країни. Нестача стабілізаційних ресурсів призводить до того, що одним із найголовніших завдань монетарної політики цих країн стає підтримання рівноваги платіжного балансу. Ризик валютних криз значно підвищується у випадку негативного або нестабільного стану платіжного балансу. Це яскраво показали події в Україні останнім часом, коли різке зниження надходження валюти в країну викликало кризу в усіх сферах економіки. При незначних золотовалютних резервах питання підтримання курсу національної валюти стає стратегічним.

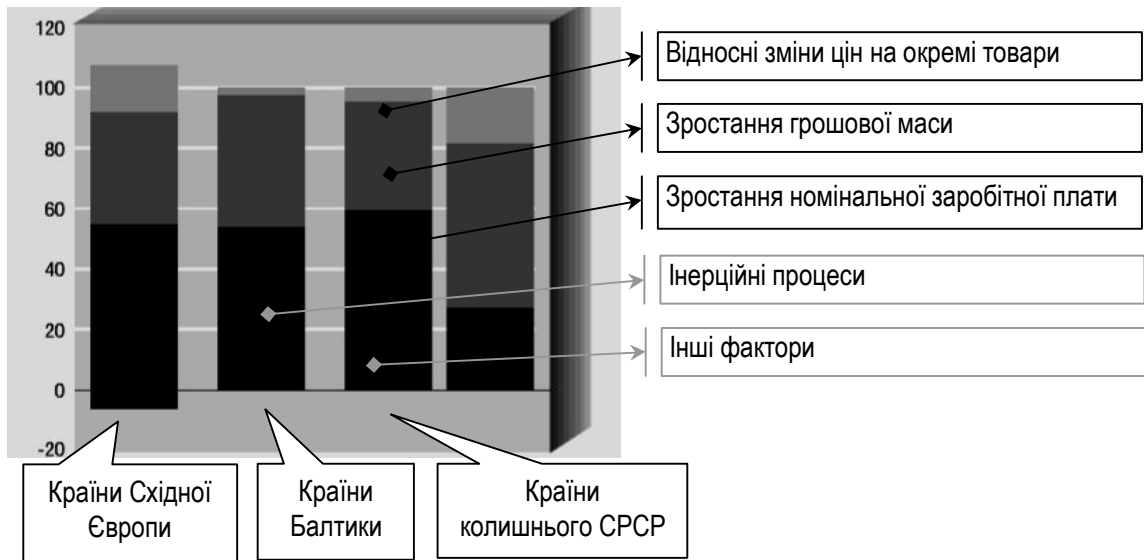


Рис. 3.2. Вплив окремих факторів на інфляційні процеси в країнах з перехідними економіками, %¹

По-п'яте, ці країни не мають достатньо розвинених фінансових ринків, а відповідно, не завжди і не для всіх учасників фінансового ринку відбувається перелив капіталів, пов'язаний із взаємними змінами дохідності. Це спотворює вплив центрального банку, який здійснюється через використання грошово-кредитних засобів, що може знизити ефективність монетарної політики насамперед при інфляційному та монетарному таргетуванні.

По-шосте, центральні банки більшості країн “з ринками, що швидко розвиваються”, визначали потреби грошово-кредитного регулювання як основну мету надання міжбанківських кредитів через необхідність регулювання за їх допомогою економічної стабільності та підтримку окремих галузей. Крім того, нерозвиненість фінансових ринків і значна конкуренція між підприємствами за кредитні ресурси призводили до того, що рівень процентних ставок центральних банків не мав прямого впливу на кредитну активність банків, як це необхідно для ефективної роботи цього каналу трансмісійного механізму. У результаті центральні банки більшості країн “з ринками, що швидко розвиваються”, використовували насамперед неринкові інструменти грошово-кредитної політики, зокрема пряму емісію та зміну обсягів обов'язкових резервів, і навіть такі жорсткі, як прямі обмеження кредитування (табл. 3.2).

¹ Дані по країнах колишнього СРСР подано двома стовбцями: з урахуванням і без урахування зростання номінальної заробітної плати. Фактори, віднесені до групи “інших”, містять у собі сезонні інфляційні коливання, зміни у валютних курсах та інші.

**Врахування особливостей країн з ринками,
що швидко розвиваються, при проведенні монетарної політики**

Особливість країн з ринками, що швидко розвиваються	Вплив на економічні процеси	Вплив на монетарну політику
Високі інфляційні очікування	Підвищує інфляційні процеси	Потребує рестрикційних заходів
Концентрація експорту	Можливе порушення рівноваги платіжного балансу, підвищений ризик валютних криз	Центральний банк повинен впливати на валютний курс для пом'якшення наслідків можливих криз
Підвищена дохідність і ризиковість бізнесу, наявність ринків, що потребують інвестицій	Те ж саме	Те ж саме
Наявність тенденції підвищення цін на товари внутрішнього споживання	Для країн з перехідною економікою (від адміністративно-командної до ринкової) інфляція є нормальним процесом	Важко обґрунтовано встановити таргети у монетарній політиці
Диспропорції у змінах цін на окремі товари	Те ж саме	Те ж саме
Недостатня розвиненість фінансових ринків	Зменшення переливу капіталу	Знижується ефективність монетарних заходів
Обмежений доступ до позикового капіталу й незначні золотовалютні резерви	У випадку негативного сальдо платіжного балансу негативні наслідки важко усунути	Необхідний вплив на валютний курс для збереження рівноваги платіжного балансу

Результатом викладених вище міркувань є те, що “країни з ринками, що швидко розвиваються” (зокрема й Україна), на етапі недостатньої інтеграції у світову економічну систему повинні у своїй монетарній політиці першочерговим завданням вважати підтримання стабільного валютного курсу. Мета впливу на валютний курс – пом'якшення наслідків можливих криз і збереження рівноваги платіжного балансу. Для цього необхідно дещо занижувати курс національної валюти. По-перше, це стимулюватиме експорт країни й підвищуватиме її конкурентоздатність на світових ринках. По-друге, це дасть змогу зменшити курсові коливання на випадок негативного сальдо платіжного балансу, знизить потребу в іноземній валюті, необхідній для стабілізації курсу, і загалом зменшить руйнівні наслідки можливої валютної кризи.

Головним орієнтиром грошово-кредитної політики, що відображає рівень і тенденції стабільності грошової одиниці, є індекс споживчих цін. Регулювання обмінного курсу потрібно спрямовувати на підтримання цінової і фінансової стабільності, а показники монетарної бази і грошової маси використовувати як проміжний орієнтир для вирішення поточних завдань монетарного забезпечення макроекономічної рівноваги, а також досягати довгострокових соціальних, структурних та інституційних цілей [72].

Розглядаючи питання підвищення ефективності монетарної політики та дії грошово-кредитних засобів на основі впровадження світового досвіду, необхідно проаналізувати політико-економічні напрями розвитку країни, що є основою впровадження монетарної стратегії.

Зараз в Україні продовжує діяти різноплановий монетарний устрій (визначається декілька цілей проведення грошово-кредитної політики, які пов'язані з рівнем обмінного курсу, рівнем інфляції, обсягами окремих монетарних агрегатів). Реалізація грошово-кредитної політики забезпечується змішаним методом (частково з використанням ринкових інструментів, частково – адміністративних) [14].

Відповідно до основних пріоритетів економічної політики України важливою передумовою стійкого економічного зростання є активізація інвестиційної діяльності економічними засобами, серед яких провідна роль належить грошово-кредитній політиці. У посланні Президента України до Верховної Ради “Європейський вибір” (2002 р.) визначено, що стратегічною метою економічної політики держави на 2002-2011 рр. є економічне зростання на основі *інвестиційно-інноваційної* моделі. Для здійснення цього завдання засобами грошово-кредитної політики необхідно:

- удосконалити систему валютного регулювання;
- знизити відсоткові ставки до рівня прибутковості операцій у виробничій сфері;
- збільшити кредитування реального сектора економіки;
- підвищити рівень капіталізації банківської системи;
- створити необхідні умови щодо функціонування механізму трансформації заощаджень в інвестиції через банківську систему.

Усе це визначає необхідність реалізації грошово-кредитної політики, спрямованої на створення реальних передумов виходу країни на траєкторію стійкого економічного зростання [39].

Протягом найближчих років НБУ не може відмовитися від певного контролю за обмінним курсом як важливим орієнтиром для населення та суб'єктів господарювання, зважаючи на його значну роль

у підтриманні макроекономічної рівноваги та стабільності. Однак удосконалення системи валютного регулювання повинно 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 його встановлення [23].

Безумовно, для згладжування сезонних коливань і шоків необхідно використовувати інтервенції на міжбанківському валютному ринку. Водночас потрібно створювати умови для розвитку інструментів хеджування валютних ризиків, забезпечити прогнозовану динаміку обмінного курсу залежно від стану платіжного балансу та уникнути його значних коливань. Як важливий індикатор курсової політики доцільно використовувати динаміку реального ефективного обмінного курсу гривні. У цьому контексті має бути визначена і роль валютних резервів як інструмента забезпечення виконання стратегічних завдань при збереженні їх достатнього (за міжнародними критеріями) рівня.

Формулювання цілей підтримання стабільності грошової одиниці як умови фінансової рівноваги та економічного зростання на інвестиційно-інноваційній основі віддзеркалює особливості макроекономічних умов 2007-2009 років. Завдання забезпечення фінансової рівноваги значно актуалізується в цей час у зв'язку з підвищенням цін на енергоносії, погіршенням стану поточного рахунку платіжного балансу, появою в Україні іноземних банків та їх філій, зростанням приватних запозичень іноземної валюти, високим рівнем соціальних виплат із бюджету за недостатнього розширення бази надходжень до нього та іншими ризиками.

Світовий досвід здійснення успішної грошово-кредитної політики, яка сприяє економічному зростанню в умовах незбалансованої економіки, вказує на необхідність регулювання відсоткових ставок, розширення грошової пропозиції для забезпечення зростання інвестицій і виробництва, ремонетизації економіки. У більшості країн з розвинутою ринковою економікою при суттєвих порушеннях макроекономічної рівноваги використовувались жорсткі методи грошово-кредитного регулювання. Жорстке адміністративне регулювання відсоткових ставок було одним з інструментів стимулювання економічного зростання в повоєнній Японії та в США при подоланні Великої депресії [8].

Незбалансованість грошового ринку в Україні, а також відсутність розвинутого ринку фінансових інструментів, які у складі грошової маси Єврозони становлять близько 50 %, а у вітчизняній економіці – 1 %, вказують на можливість державного регулювання відсоткових ставок,

зокрема й адміністративними методами [54]. Разом з тим після виходу економіки на траєкторію сталого економічного зростання та досягнення збалансованого розвитку між фінансовим і реальним секторами роль державного регулювання відсоткових ставок і грошової пропозиції зменшується.

У зв'язку з необхідністю приведення грошово-кредитної політики у відповідність до нових пріоритетів економічної політики щодо забезпечення сталого збалансованого економічного зростання розглянемо низку напрямів розв'язання цієї проблеми.

Значення централізованого регулювання грошових потоків особливо важливе в країнах з неврівноваженою і незбалансованою економікою. Досвід показує, що в країнах “з ринками, що швидко розвиваються”, будь-який серйозний інвестиційний проект вимагає державної підтримки та стимулювання. За відсутності активної державної політики щодо регулювання грошових потоків в інтересах розвитку реального сектора економіки ці країни приречені на відтік капіталу, брак інвестицій і скорочення внутрішнього попиту. Держава повинна відповідати за проведення належної грошово-кредитної та інвестиційної політики.

Сучасна ситуація в Україні характеризується погравленням інвестиційного процесу. Втім, незважаючи на певні позитивні результати, рівень інвестування національної економіки залишається дуже низьким. Він не покриває вибуття та зношення основних фондів. Це свідчить про те, що зростання реального ВВП, яке спостерігається за останні роки, відбувалося не за рахунок збільшення основного капіталу, а внаслідок зростання рівня використання наявних виробничих потужностей, що не може бути передумовою сталого економічного зростання. У сучасній ситуації на державному рівні необхідно впровадити методи регулювання грошової пропозиції та відсоткових ставок.

Згідно з новими пріоритетами економічної політики канали грошової пропозиції слід переорієнтувати на забезпечення сталого економічного зростання. Для цього бажано відновити економічний зміст грошової емісії, який полягає в авансуванні економічного зростання. У методології розрахунку обсягу припустимого зростання грошової маси пропорційно прогнозованому збільшенню ВВП і обернено пропорційно очікуваній швидкості обігу грошей необхідно внести зміни, які пов'язані зі зворотним впливом приросту грошової маси на динаміку ВВП. Оскільки обидва параметри залежать від механізму грошової емісії, величина останньої повинна плануватися диференційовано за різними каналами грошової емісії (купівля валюти і золота, рефінансування

комерційних банків, кредити уряду, купівля цінних паперів). В Україні два перші канали грошової пропозиції спрямовували грошову емісію на сферу фінансових спекуляцій, що зумовлювало високу швидкість обігу грошей. У результаті збільшення коштів на валютно-фінансових ринках відбувалося зниження обмінного курсу гривні та зростання цін.

Таким чином, *інфляція характеризувалася* високою еластичністю до грошової емісії. До основних каналів грошової емісії можна додати ще один – кредитування інститутів розвитку. Емісія грошей на фінансування виробничих інвестицій через інститути розвитку має значно менший інфляційний потенціал, ніж існуючий механізм рефінансування банків під заставу державних цінних паперів. Зниженню інфляційного потенціалу грошової емісії через комерційні банки сприятиме перехід до технології їх рефінансування під векселі виробничих підприємств. Комплекс цих заходів дасть змогу підвищити рівень монетизації економіки без порушення цінової стабільності, яка згідно з довгостроковою стратегією соціально-економічного розвитку України є першоосновою моделі економічного зростання [17].

У сфері регулювання грошової пропозиції необхідно створити канали і механізми залучення капіталу у виробничу сферу. Нині з усіх каналів надходження виробничих інвестицій діє лише один – власні кошти підприємств. При цьому основний механізм розширеного відтворення – трансформація заощаджень в інвестиції через банківську систему.

Відповідно до нових пріоритетів економічної політики необхідно розробити концепцію реструктуризації банківської системи, основним елементом якої має бути механізм трансформації заощаджень в інвестиції. При цьому доцільно використовувати світовий досвід. Технологія регулювання грошової пропозиції повинна забезпечити необхідний рівень кредитних ресурсів за відсотковими ставками, які є доступними для виробничої сфери. При цьому рівень кредитних ставок не повинен значно перевищувати рівень прибутковості реального сектора економіки. Наприклад, у Франції відповідний процес здійснювався за допомогою використання поштово-ощадних і спеціалізованих кредитних установ для надання цільових кредитів компаніям у таких сферах, як житлове будівництво, сільське господарство, транспортне машинобудування. У Китаї та інших країнах, що успішно розвиваються, основні грошові потоки проходять через державні банки, які відповідають за інвестування акумульованих заощаджень, залучених кредитних ресурсів у розвиток виробництва відповідно до визначених пріоритетів соціально-економічного розвитку і за регульованими відсотковими ставками [65].

Даний підхід означає відмову від монетарних методів планування грошової пропозиції шляхом встановлення кількісних показників приросту грошової бази. Відповідно до сучасних умов економічного розвитку України раціональною є технологія визначення грошової маси, яка ґрунтується на встановленні орієнтирів відсоткових ставок і забезпеченні відповідного їм рівня пропозиції грошей. Орієнтири відсоткових ставок не повинні перевищувати рівня прибутковості виробничої сфери. Основна проблема, що виникає при такій методології визначення грошової пропозиції, полягає в можливості поповнення економіки “дешевими” грошима в разі їхньої концентрації у сфері надприбуткових фінансових спекуляцій. Регулювання кількості грошей в обігу у межах розглянутого підходу визначається політикою відсоткових ставок. При цьому необхідно враховувати об’єктивно існуючі диспропорції в економіці, що характеризуються неоднаковими рівнями прибутковості в різних галузях економіки. Для вирішення цієї проблеми доцільно використовувати диференційований підхід до визначення відсоткових ставок. Наприклад, для галузей, які характеризуються низькими рівнями рентабельності (сільське господарство, транспортне машинобудування та легка промисловість), необхідно встановлювати нижчі ставки кредитування. Головні труднощі, що виникають при практичній реалізації такого підходу, пов’язані з контролем щодо цільового використання пільгових кредитів. Одним зі шляхів розв’язання цієї проблеми є спрямування останніх тільки через державні банки розвитку, до яких застосовуються адміністративні санкції за їх нецільове використання.

В умовах дефіциту власних фінансових ресурсів банківський кредит є важливим джерелом інвестування.

До причин низького кредитування української економіки можна віднести:

- високі відсоткові ставки за кредити;
- низький рівень капіталізації банків;
- незначні обсяги строкових депозитів;
- великі кредитні ризики.

Таким чином, основними напрямками вдосконалення механізму грошово-кредитної політики в умовах стабілізації розвитку національної економіки є:

1. Мета монетарної політики повинна бути двоякою: підтримання низького рівня інфляції і одночасно стабільного валютного курсу.
2. Встановлення цільових орієнтирів відсоткових ставок і формування програми грошової пропозиції, яка відповідає величині попиту на гроші.

3. Підвищення рівня монетаризації національної економіки на неінфляційній основі через удосконалення структури грошової емісії; формування державних інститутів розвитку; рефінансування комерційних банків під заставу векселів виробничих підприємств.
4. Реформування банківської системи в межах програми її розвитку.
5. Підвищення ролі кредитного механізму в інвестуванні національної економіки шляхом збільшення рівня капіталізації банків внаслідок їх злиття або приєднання, запровадження механізму захисту прав кредиторів на основі створення ефективної системи кредитного гарантування.
6. Стимулювання банківських заощаджень населення через наближення української системи гарантування депозитів фізичних осіб до стандартів ЄС.

Отже, враховуючи вищезазначене, можна сказати, що основні напрями підвищення ефективності використання грошово-кредитних засобів безпосередньо залежать від ефективності та раціональності обраної монетарної політики країни. Складаючи план застосування інструментів монетарної політики на наступні роки, слід враховувати специфіку взаємозв'язку макроекономічних і монетарних параметрів, притаманних економіці на даному етапі її розвитку, розвиток економіки, що органічно пов'язаний із певним рівнем інфляції, поєднувати підтримання динамічного розвитку та структурної перебудови економіки з підвищенням життєвого рівня і добробуту населення. Необхідно проводити заходи щодо забезпечення стабільності гривні як монетарної передумови та фактора економічного зростання на інвестиційно-інноваційній основі з урахуванням можливих коливань зовнішньої та внутрішньої кон'юнктури та змін в інституційному середовищі, тому що стабільність грошової одиниці включає (як свої складові) внутрішню і зовнішню стабільність, яка відображається в динаміці інфляції та обмінного курсу.

Отже, прийняття монетарної політики потребує формування окремого блоку монетарного аналізу з метою управління перебудовою емісійного й трансмісійного механізмів монетарної політики. Це і можна назвати першою опорою прийняття монетарних рішень у 2007-2009 роках. Другою опорою буде аналіз широкого кола макроекономічних і фінансових показників з точки зору їх впливу на цінову динаміку.

3.2. КРЕДИТНЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ІННОВАЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ В УКРАЇНІ

Стан фінансової системи та динаміка технологічного розвитку знаходяться в тісному взаємозв'язку. Зокрема, Британія стала батьківщиною промислового перевороту завдяки досить високому рівню розвитку

фінансової системи. Багато принципово нових технологій існували задовго до її початку, але дефіцит капіталу стримував їх впровадження. Саме розвиток ринку капіталу і виникнення значних обсягів організованих заощаджень створили умови для старту промислової революції та пов'язаного з нею економічного піднесення [98].

Таким чином, належне фінансово-кредитне забезпечення інноваційної діяльності є важливою складовою стратегії ефективного впровадження моделі інноваційно-інвестиційного розвитку вітчизняної економіки. Необхідною умовою реалізації зазначеної моделі розвитку є ефективне функціонування банківської системи. Зокрема, важливою функцією банківської системи повинне стати акумулювання заощаджень і спрямування їх у забезпечення інноваційного розвитку національної економіки. Можливості кредитного забезпечення інноваційної діяльності визначаються грошово-кредитною політикою держави.

Грошово-кредитні (монетарні) регулятори інноваційної діяльності включають грошову політику та кредитну політику. З одного боку, грошова політика передбачає вплив на кількість і ціну (відсоткова ставка) пропонованого позичкового капіталу, і вплив на попит, механізми і напрями використання кредитів – з іншого боку, відповідно до цілей державного регулювання інноваційного розвитку. Кредитна політика зорієнтована на кредитування та інвестування пріоритетних високотехнологічних галузей і напрямів інноваційної діяльності [71].

На думку вітчизняних науковців, можливості монетарної політики в забезпеченні реальної грошової стабілізації є досить обмеженими. Тому вона повинна доповнюватися ефективними немонетарними інструментами. У реалізації такої підтримки існує декілька визначальних позицій, тому слід акцентувати увагу на необхідності зменшення податкового навантаження та створенні ефективного антимонопольного (конкурентного) середовища, що є однією з найважливіших, але й однією з найслабших характеристик сучасної вітчизняної економічної моделі. Також важливою є детінізація української економіки. Тобто задля забезпечення інноваційно спрямованого соціально-економічного розвитку важливим є поєднання інструментарію грошово-кредитної та немонетарної антиінфляційної політики [46].

Важливим фактором переходу до інноваційної моделі розвитку є підвищення інноваційно-інвестиційної активності. Саме нестача інвестицій є однією з головних перешкод переходу до інноваційно-інвестиційної стратегії розвитку національної економіки. Грошово-кредитна політика держави впливає на інвестиційні умови, регулюючи грошовий обіг і роботу банківської системи. Важливим завданням у контексті

переходу до інноваційно-інвестиційної стратегії розвитку вітчизняної економіки є усунення диспропорцій у розподілі інвестицій між реальним сектором економіки та фінансовим сектором, а також забезпечення нарощування обсягів довгострокового кредитування суб'єктів господарювання, які здійснюють інноваційно спрямовану діяльність. Тобто держава, комерційні банки, спеціальні кредитні установи на зразок державної інноваційної фінансово-кредитної установи повинні стати активними суб'єктами інноваційно-інвестиційного процесу [32]. На користь кредитування як одного з найважливіших інструментів регулювання інноваційної діяльності свідчить те, що, на думку вітчизняних вчених, при застосуванні кредиту створюються сприятливі умови для економного використання ресурсів, оскільки суб'єкти ринку можуть здійснювати свою діяльність при мінімальному обсязі власних коштів, а також зменшенні резервів, зокрема й їх грошової частини. Також використання банківського кредиту для збільшення основного капіталу, який необхідний для розвитку виробництва, вимагає послідовного контролю за ефективністю капітальних витрат, що обумовлюється необхідністю погашення позик за рахунок прибутку від здійснюваних заходів і встановлення строків погашення позик у межах строків окупності прокредитованих заходів [104].

Про актуальність розвитку довгострокового кредитування як засобу фінансування інноваційної діяльності свідчить те, що в публікаціях вітчизняних науковців розглядається інноваційна функція довгострокового кредиту, яка реалізується через фінансування новітніх за формою і змістом проектів нематеріального характеру [92]. Виникає питання, чому акцент робиться саме на нематеріальному характері інновацій? Незважаючи на певні дискусії щодо наведеного визначення інноваційної функції довгострокового кредиту, все ж важливим є саме її виділення. В умовах, коли рівень конкурентоспроможності економіки визначається багато в чому рівнем її інноваційності, інноваційна функція кредиту повинна посилюватися. Хоча б шляхом застосування закордонного досвіду щодо державних банків розвитку, таких як, наприклад, Банк реконструкції і розвитку Німеччини (KfW) чи Державний банк розвитку в Китаї (CDB). Досвід країн з розвинутою ринковою економікою свідчить, що саме державні банки розвитку є важливою складовою державної підтримки модернізації економіки шляхом довгострокового кредитування.

Задля більш широкого залучення комерційних банків до кредитування інноваційної діяльності необхідним є відповідне стимулювання. Зокрема, існують пропозиції щодо забезпечення пріоритетності виділення

кредитних ресурсів на пільгових умовах рефінансування для банків, які кредитують високоефективні інвестиційні проекти, насамперед інноваційного спрямування [32]. На думку вітчизняних дослідників, низькі темпи структурної перебудови в економіці, недосконала система оподаткування, недостатня платоспроможність багатьох вітчизняних підприємств, слабка нормативно-правова база, що забезпечує захист прав кредиторів, спричиняють відчутну ризикованість кредитування суб'єктів реальної економіки. Тому для стимулювання кредитної діяльності банків у сфері інноваційного бізнесу слід надавати банкам дозвіл на використання спільно з кредитованим підприємством результатів інноваційної діяльності й отримання доходу від такого використання. Також доцільним є визначення можливостей встановлення банком прав власності на частину результатів від інноваційної діяльності, що кредитується цим банком. Перспективним вважається розвиток такої форми інноваційного інвестування, як фінансування проектів, в яких банки беруть на себе управління [1]. Необхідно додержуватися врахування пріоритету інноваційно-інвестиційної стратегії у всіх аспектах кредитної політики. Тому важливим є забезпечення в закордонних кредитних лініях квот на розвиток інноваційної інфраструктури, закупівлю обладнання для реалізації високоефективних інноваційних проектів під гарантії держави та ліцензій на високоефективні технології і ноу-хау для освоєння виробництва інноваційної продукції [91].

Здійснення інноваційно-інвестиційної стратегії розвитку є завданням державного рівня, тому не можна оминати увагою проблеми бюджетного кредитування інноваційної діяльності в Україні. Державна фінансова підтримка інноваційної діяльності здійснюється також шляхом функціонування спеціальної кредитної установи, зокрема Державної інноваційної фінансово-кредитної установи, яка була перейменована з УДК та створена відповідно до постанови Кабінету Міністрів України від 8 серпня 2007 року № 1007. Засновником ДІФКУ є держава в особі Кабінету Міністрів України. Установа належить до сфери управління Державного агентства України з інвестицій та інновацій. Метою ДІФКУ є здійснення фінансової підтримки інноваційної діяльності суб'єктів господарювання різних форм власності, а також залучення вітчизняних та іноземних інвестицій для розвитку національної економіки. Основними завданнями установи є: 1) фінансування за рахунок власних і залучених коштів науково-технічних і маркетингових досліджень, конструкторсько-технологічних та інших проектних робіт, науково-технічного пошуку, інноваційних та інвестиційних проектів і програм, спрямованих на впровадження у виробництво прогресивних науково-технічних

розробок і технологій, освоєння випуску нових видів продукції шляхом створення нових виробництв; 2) фінансування заходів щодо розвитку інноваційної інфраструктури; 3) залучення коштів, у тому числі іноземних, для фінансування науково-технічних і маркетингових досліджень, конструкторсько-технологічних та інших проектних робіт, науково-технічного пошуку, інноваційних та інвестиційних проектів і програм; 4) розроблення та здійснення комплексу заходів передінвестиційного характеру; 5) налагодження співробітництва з міжнародними фінансовими організаціями, урядовими та неурядовими організаціями іноземних держав з питань залучення фінансових ресурсів в економіку України і реалізації спільних інноваційних та інвестиційних проектів, програм [9].

Згідно з фінансовим звітом Державного агентства України з інвестицій та інновацій за 2007 рік у звітному році обсяг бюджетних асигнувань держінвестицій було затверджено Законом України “Про Державний бюджет України на 2007 рік” (зі змінами) за такими бюджетними програмами (табл. 3.3).

Таблиця 3.3

Бюджетні асигнування держінвестицій у 2007 році

Назва бюджетної програми	Сума фінансування із загального фонду державного бюджету, тис. грн.
Керівництво та управління в сфері інвестиційної та інноваційної політики	12 195,4
Державна програма розвитку Національної депозитарної системи України	25 000,0
Заходи щодо формування позитивного інвестиційного іміджу	5 077,0
Утримання регіональних центрів інноваційного розвитку та впровадження регіональних і галузевих інноваційних програм	50 000,0
Фінансова підтримка інноваційних та інвестиційних проектів, насамперед з впровадження передових технологій, що реалізуються в галузях промисловості, у тому числі технологічними парками, через механізм здешевлення кредитів	144 500,0
Надання кредитів на реалізацію інноваційних та інвестиційних проектів у галузях економіки, у першу чергу з впровадження передових енергозберігаючих технологій з виробництва альтернативних джерел палива	484 000,0 (283 400,0 зі спеціального фонду державного бюджету)

Використання бюджетних коштів за системою держінвестицій у 2007 році здійснювалося відповідно до кошторисів, планів асигнувань із загального фонду державного бюджету, планів надання кредитів із загального та спеціального фондів державного бюджету, планів використання бюджетних коштів і порядків використання бюджетних коштів, затверджених в установленому порядку. Загальна сума касових видатків за 2007 рік становить 849 370,5 тис. грн., у тому числі по загальному фонду – 674 584,9 тис. грн., по спеціальному – 174 785,6 тис. гривень. Протягом 2007 р. надано кредити 14 суб'єктам господарювання на загальну суму 655 123,3 тис. грн., 19 суб'єктам господарювання компенсовано сплачені відсотки за кредитними договорами [111].

Проблемою бюджетного кредитування і, зокрема, Державної інноваційної фінансово-кредитної установи є те, що часто проекти, які протягом останнього часу претендували і згодом отримували фінансову підтримку інноваційних та інвестиційних проектів через механізм здешевлення наданих кредитів за рахунок коштів, передбачених у держбюджеті, передовсім не мали механізму повернення вкладених коштів. Програми розробляються, але їх автори автоматично розраховують на те, що кошти їм “подарували”. Часто інноваційне обладнання та технології не такі вже дорогі, але господарники все ще не звикли міркувати такими категоріями, як поворотність коштів, бізнес-плани, застави, нотаріальне забезпечення таких угод. Тому важливим завданням є підсилення вимог щодо гарантій забезпечення повернення бюджетних коштів, зокрема шляхом застави землі, будівель тощо [33].

Нині постає необхідність удосконалення системи кредитно-інвестиційного стимулювання інноваційної діяльності. На думку вітчизняних вчених, кредитно-інвестиційні регулятори охоплюють досить широкий спектр важелів: процентні ставки, цільові економічні фонди, амортизаційні відрахування, кредити тощо. Важливість кредитно-інвестиційних регуляторів полягає в тому, що, діючи переважно на макроекономічному рівні, вони визначають основні пропорції інноваційного сегмента національних, регіональних і локальних господарських комплексів. Тому задля реалізації інноваційно-інвестиційної стратегії розвитку вітчизняної економіки необхідно зосередитись на активному впровадженні таких кредитно-інвестиційних регуляторів, як створення сприятливих умов для фінансово-кредитних і страхових компаній, які працюють у рамках корпоративних структур з метою фінансування інновацій і страхування кредитних ризиків; розвиток лізингу наукомісткого устаткування та приладів; удосконалення конкурсної системи відбору інноваційних проектів і їх виконавців; сприяння малому підприємству щодо участі в конкурсах з реалізації інноваційних програм і проектів

за рахунок бюджетних коштів; розвиток системи венчурного фінансування в науково-технічній сфері; підтримка і стимулювання інвесторів, що вкладають кошти в наукомістке високотехнологічне виробництво [71].

Підтримка та стимулювання інвесторів, що вкладають кошти в наукомістке високотехнологічне виробництво, можливі за умов підвищення дохідності зазначених інвестицій і здійснення заходів щодо зниження їх ризикованості. Стосовно фінансово-кредитних установ важливими напрямками стимулювання їх інвестиційної діяльності у сфері інновацій є такі: надання податкових пільг, зокрема з оподаткування прибутку, отриманого від операцій з фінансування інноваційних проєктів; звільнення від оподаткування тієї частини прибутку фінансово-кредитних установ, яка спрямовується на придбання акцій інноваційних підприємств; зниження ставки податку на прибуток фінансово-кредитних установ у разі довгострокового фінансування високотехнологічних інноваційних проєктів на строк від 3 до 5 років; зниження норм обов'язкового резервування на ресурси, що залучаються банками на термін понад 1 рік, що призведе до розширення ресурсної бази для інноваційного фінансування та дозволить зменшити вартість інноваційних кредитів для позичальника; розвиток системи пільгового довгострокового рефінансування Національним банком України тих комерційних банків, що активно фінансують підприємства, які реалізують високоефективні інноваційні проєкти. Задля зниження ризику фінансово-кредитних установ при фінансово-кредитному забезпеченні інноваційної діяльності важливими є такі заходи: державне страхування інноваційних вкладень малих підприємств за рахунок спеціально створених страхових компаній, які розробляють і впроваджують високотехнологічну продукцію та діяльність яких пов'язана зі значним інвестиційним ризиком; надання державних гарантій за стратегічно пріоритетними напрямками інноваційного фінансування, тобто чим більше підприємство витратило власних ресурсів на фінансування інноваційних проєктів у попередніх періодах, тим більша сума довгострокового інноваційного кредиту може бути надана йому банком та гарантована державою [88]. Важливою є підтримка інноваційно-інвестиційних ініціатив на місцевому рівні. Тому вітчизняні науковці пропонують для здійснення фінансової підтримки місцевих інноваційних програм розвивати систему комунальних спеціалізованих небанківських інноваційних кредитних інститутів, що підпорядковані виконавчим органам місцевого самоврядування. Кошти таких установ формуються за рахунок коштів відповідного місцевого бюджету, залучених вітчизняних та іноземних інвестицій юридичних і фізичних осіб, власної чи спільної фінансово-господарської діяльності, інших джерел, не заборонених законодавством України.

Підтримка інноваційних проектів інноваційною кредитною установою повинна здійснюватися шляхом надання кредитів чи передавання майна у лізинг за умови наявності гарантій повернення коштів у вигляді застави майна, договору страхування, банківської гарантії, договору поруки [71].

Інновації – це категорія, яка стосується також і технологій монетарного регулювання економіки, тобто важливим є впровадження новітніх технологій централізованого регулювання грошових потоків. На думку вітчизняних науковців, пріоритетним напрямком серед технологій регулювання грошової пропозиції є централізована організація грошових потоків по лінії трансформації заощаджень в інвестиції. Така політика стосовно організації грошових потоків передбачає, що основні грошові потоки проходять через державні банки, що відповідають за інвестування акумульованих заощаджень, залучених кредитних ресурсів у розвиток виробництва відповідно до централізовано визначених пріоритетів соціально-економічного розвитку та за регульованими відсотковими ставками. На користь розвитку централізованої організації грошових потоків по лінії трансформації заощаджень в інвестиції в Україні свідчить те, що значення централізованого регулювання грошових потоків особливо важливе в країнах з незбалансованою економікою. У більшості таких країн головна проблема полягає не стільки в підвищенні прибутковості інвестицій, скільки в їх наявності. Досвід показує, що в країнах з нестабільними і неконкурентоспроможними економічними системами будь-який серйозний інвестиційний проект вимагає державного стимулювання та підтримки.

Важливим напрямком впровадження новітніх технологій централізованого регулювання грошових потоків є організація грошового потоку “емісія – виробничі інвестиції”. Інноваційні пріоритети економічної політики вимагають переорієнтації каналів грошової пропозиції на забезпечення зростання виробництва. Вітчизняні науковці вважають, що в сфері організації грошової пропозиції повинні бути створені канали і механізми залучення капіталу у виробничу сферу. Нині ж із усіх можливих у ринковій економіці каналів надходження виробничих інвестицій у вітчизняній економіці головним є один – власні кошти підприємств. Основним для ринкової економіки механізмом розширеного відтворення є трансформація заощаджень в інвестиції через банківську систему. У вітчизняній економіці такий механізм практично не працює через недостатність кредитування банками реального сектора [46]. У 2007 році понад 90 % промислових підприємств здійснювали інновації за рахунок власних коштів, обсяг яких становив майже три чверті загального обсягу витрат (8 млрд. грн.). Кредити на суму 2 млрд. грн. отримали 145 підприємств. Кошти іноземних інвесторів, обсяг яких становив

0,3 млрд. грн. (3 %), залучили 23 підприємства. Лише 44 підприємства отримали підтримку держбюджету та 13 – місцевих бюджетів (їх сукупний обсяг становив 152,1 млн. грн., або 1,4 %) [45].

На думку вітчизняних дослідників, технологія грошової пропозиції повинна забезпечити необхідний рівень пропозиції кредитних ресурсів за доступними для виробничої сфери відсотковими ставками [71]. Ставка позичкового процента насамперед впливає на відтворювальні процеси у виробництві товарів і послуг. Зокрема, зниження ставок позичкового процента за кредитами забезпечує підприємствам реального сектора економіки зниження витрат на виробництво товарів і послуг; можливість збільшення кредитування потреб, пов'язаних з модернізацією виробничого потенціалу підприємств; більш сприятливі умови для залучення інвестицій на створення інноваційного виробництва. Стимули до додаткових інвестицій із залученням кредиту зберігатимуться доти, доки очікувана рентабельність перевищує поточну норму процента або дорівнює їй. Однак в Україні дана схема на сьогодні не відповідає реальним економічним умовам, що обумовлюється низкою процесів, таких як інфляція, кризові явища в економіці, нерозвиненість грошового ринку [104]. Раціональним є використання технології грошової пропозиції, заснованої на встановленні орієнтирів відсоткових ставок і забезпеченні відповідного їм рівня пропозиції грошей. При цьому орієнтири відсоткових ставок не повинні перевищувати рівень прибутковості виробничої сфери, забезпечуючи можливість залучення кредитів виробничими підприємствами. Технологія грошової пропозиції, заснована на цільовому регулюванні відсоткових ставок, повинна враховувати об'єктивні сформовані диспропорції в економічній системі, що виявляються в неоднаковому рівні рентабельності в різних галузях економіки. Для цього доцільно використовувати методи "віконного" кредитування за зниженими відсотковими ставками галузей, що характеризуються низьким рівнем рентабельності через об'єктивно сформовані цінові диспропорції [46].

Разом з тим слід зважати, що в сучасних умовах процент визначає не тільки темпи економічного розвитку, але і його тип. Низький процент стимулює не лише розширення капіталовкладень за рахунок позичкових коштів, а й екстенсивне зростання, яке не призводить до високої конкурентоспроможності. Навпаки, високий процент активізує інтенсивні фактори економічного зростання, прискорює процеси реорганізації і модернізації виробничого апарату, робить більш жорстким відбір інвестиційних проектів, що є ефективним важелем підвищення конкурентоспроможності підприємств реального сектора економіки країни [104].

Таким чином, в умовах переходу до інноваційно-інвестиційної моделі розвитку процентна політика вітчизняної банківської системи повинна органічно поєднувати запобігання екстенсивному розвитку економіки з забезпеченням підтримки новостворених інноваційних підприємств і високоефективних наукомістких інвестиційних проєктів. Така політика вимагає розробки гнучких і диференційованих підходів до кредитування інноваційних підприємств та потребує державної підтримки шляхом надання пільг.

У сучасних умовах неможливо оминати увагою вплив світової фінансової кризи на вітчизняну економіку та проблеми, що виникають у сфері фінансово-кредитного забезпечення інноваційної діяльності. Нині багато науковців, експертів вважають, що кризою необхідно скористатися як трампліном для початку значних структурних змін економіки в напрямку розвитку інноваційної діяльності в різних галузях економіки. Економіка, що заснована на вичерпних природних ресурсах і ресурсо- й енергомістких технологіях, містить у собі системну загрозу кризи та занепаду в умовах, коли людство створює інноваційні технології, які дозволяють відмовитись від традиційних ресурсних джерел, а підприємства, що ґрунтуються на застарілих технологіях, втрачають конкурентоспроможність. Найбільш правильна реакція на кризу – пошук нових можливостей для розвитку бізнесу. Кризовий стан старої неефективної економіки, що переобтяжена ресурсо- та енергомісткими, екологічно небезпечними галузями, призводить до вивільнення дешевих трудових ресурсів. Також нині можливо вирішувати кадрові питання більш ефективно, оскільки на ринку з'явилися кваліфіковані спеціалісти з досить помірними вимогами до заробітної плати [13; 15]. Важливо не втратити їх потенціал нині, а спрямувати на прискорений розвиток інноваційних проєктів у таких галузях, як будівництво сучасної інфраструктури, розвиток інноваційної інфраструктури; альтернативна енергетика, екологічне підприємництво, розвиток сільського господарства та переробки сільгосппродукції тощо.

Проблеми на кредитному ринку є однією з найважливіших характеристик кризи сучасної світової економіки. Гроші, що необхідні для розвитку бізнесу, значно подорожчали. Значною проблемою залишається те, що навіть державна підтримка комерційних банків за умов кризи не забезпечує надходження коштів у реальний сектор економіки. Така проблема характерна, наприклад, для російської економіки: держава забезпечує ліквідність банківської системи й очікує змін ситуації в економіці. Але банки вирішують насамперед свої проблеми: відновлюють капітал після збитків, яких зазнали внаслідок кризових явищ, створюють надлишковий запас ліквідності на випадок погіршення ситуації. Реакція вітчизняних комерційних банків мало відрізняється від вищезазначеного.

Тому для розвитку інноваційної діяльності й використання для цього вивільнених кваліфікованих трудових ресурсів необхідно забезпечити пільгові умови кредитування інноваційних проектів, а саме: надання пільгових державних кредитів; утримання процентних ставок за кредитами на інноваційні цілі на тому рівні, за яким вони видавалися; продовження строку дії кредитних угод у разі видачі кредиту на інноваційні цілі. Забезпечення пільгових умов кредитування інноваційної діяльності необхідно підтримувати шляхом зменшення податкового навантаження стосовно інноваційно спрямованих суб'єктів господарювання та стосовно банків, які здійснюють їх пільгове кредитування. Існують також пропозиції російських дослідників щодо суспільного договору держави та банків, згідно з яким держава надає допомогу, якщо банки дотримуються умов щодо лімітів кредитування життєво важливих галузей, тобто банки зобов'язуються бути інструментом здійснення державної політики й свідомо та за підтримки держави йдуть на ризик в умовах фінансової кризи [13]. Слід зазначити, що запровадження інноваційних технологій у певних галузях вітчизняної економіки є їх життєво необхідною умовою, тому вищезазначені пропозиції є досить цікавими.

Таким чином, важливим напрямом розвитку вітчизняної грошово-кредитної та фінансової політики є адаптація її засобів до вимог інноваційно-інвестиційної моделі економіки та запровадження комплексу заходів, спрямованих на нарощування обсягів довгострокового кредитування інноваційних суб'єктів господарювання; збільшення обсягів державного фінансування НДДКР; активну підтримку грошово-кредитних і фінансових засобів немонетарними інструментами стимулювання інноваційної діяльності; впровадження інноваційних технологій монетарного регулювання економіки.

3.3. КОМП'ЮТЕРНИЙ АНАЛІЗ ВЗАЄМОЗВ'ЯЗКУ МІЖ ПОКАЗНИКАМИ КРЕДИТНО-ГРОШОВОЇ ПОЛІТИКИ

Сучасна грошово-кредитна політика країни будується на базі аналізу макроекономічної та фінансової ситуацій, моделювання процесів, які відбуваються на грошово-кредитному ринку, і прийняття на цій основі монетарних рішень.

Метою даної роботи є математичне обґрунтування та комп'ютерне забезпечення взаємозв'язку між емісійними, інфляційними процесами, сеньйоражем.

Точність результатів моделювання значною мірою залежить від правильно сформульованих вхідних параметрів моделі, які здебільшого визначаються майбутньою поведінкою суб'єктів економіки та впливом

зовнішніх факторів. Це дуже суттєво ускладнює формування моделі й робить результати моделювання менш визначеними та більш неточними.

У математичній постановці задачі зроблені припущення, зміни яких враховуються в результатах розрахунків. Як екзогенні змінні у моделі використовуються грошова база та індекс цін, а умовою стабільності інфляційних очікувань є рівність очікуваної та існуючої інфляції. Результатом проміжних розрахунків є значення реальних грошей і сеньйоражу. Темпи зростання грошової маси підраховуються за статистичними даними.

Комп'ютерна програма повинна аналізувати взаємозв'язок між грошовою масою, індексом цін і реальними грошима; між сеньйоражем, грошовою масою та реальними грошима; грошовою масою, інфляцією та інфляційними очікуваннями; грошовою масою, попитом на гроші та сеньйоражем.

Таким чином, використовуючи дані розрахунки, ми можемо:

- провести попередній аналіз емісійних показників, тобто розрахувати темпи зростання грошової маси та реальних грошей;
- проаналізувати їх вплив на сеньйораж;
- отримати параметри оптимального сеньйоражу i , навпаки, виходячи з вимушеного сеньйоражу, визначити показники темпів зростання грошової маси, реальних грошей та інфляції.

При дослідженні за базові будемо використовувати економіко-математичні моделі, запропоновані в роботах [99; 123; 134].

Точність результатів моделювання значною мірою залежить від правильно сформульованих вхідних параметрів моделі, які здебільшого визначаються майбутньою поведінкою суб'єктів економіки та впливом зовнішніх факторів. Це дуже суттєво ускладнює формування моделі і робить результати моделювання менш визначеними та більш неточними.

По-перше, розглянемо можливі модельні уявлення процесів емісії та інфляції.

Базисні рівняння можливо отримувати, розглянувши рівняння попиту на гроші та процес формування інфляційних очікувань.

Попит на гроші можна подати у вигляді:

$$m = \frac{M}{P} = c \cdot \exp(-a\pi), \quad (3.1)$$

де m – реальні гроші;
 M – грошова маса;
 P – індекс цін;

- π – очікувані темпи інфляції;
- c – стала, яка визначає масштаб попиту на гроші (або попит при нульових інфляційних очікуваннях);
- a – параметр, що визначає зменшення попиту при зростанні інфляційних очікувань ($a > 0$).

Використовуючи наведені формули та статистичні дані НБУ, проведемо комп'ютерний аналіз (додаток А).

Екзогенними змінними в моделі є грошова база та індекс цін. За умову стабільності інфляційних очікувань $\frac{d\pi}{dt} = 0$ вважаємо рівність очікуваного та існуючого рівнів інфляції $\pi = \pi^e$, ендогенні змінні – реальні гроші.

На основі даних розрахунків заповнимо таблицю 3.4.

Таблиця 3.4

Показники реальних грошей залежно від обсягу грошової маси, індексу цін та очікуваної інфляції за період 2000-2008 рр.

Рік	Грошова маса (M), млн. грн.	Індекс цін (P), % до попереднього року	Очікувана інфляція (π^e), %	Реальні гроші (m), млн. грн.
2000	32 252	125,8	22,4	185,35
2001	45 755	112,0	28,5	234,76
2002	64 870	100,8	10,7	33029
2003	95 043	105,2	0,8	460,03
2004	125 801	109,0	4,9	558,61
2005	194 071	113,5	8,3	759,27
2006	261 063	109,1	11,9	936,04
2007	396 156	112,8	8,4	1 259,23
2008	451 316	126,2	11,3	1 151,32

Відомо [99; 123], що вираз (3.1) надійно діє в умовах гіперінфляції. При його виведенні вважалося, що реальна процентна ставка є сталою величиною. При умові рівноваги попит дорівнює пропозиції, а звідси вираз (3.1) можна вважати умовою рівноваги.

Якщо вважати, що наші очікування мають раціональний характер, то:

$$\frac{d\pi}{dt} = b(\pi(t) - \pi^e(t)), \quad (3.2)$$

де $\pi(t)$; $\pi^e(t)$ – поточний рівень інфляції та інфляційних очікувань;

$b > 0$ – множник, який дорівнює швидкості збільшення інфляційних очікувань при перевищенні інфляцією очікуваного рівня на одиницю. Використовуючи статистичні дані НБУ (зазначену інфляцію за попередні роки) та провівши комп'ютерний аналіз (див. додаток А та табл. 3.5), знайдемо b : $\bar{b} = 2,97$.

Таблиця 3.5

**Швидкість збільшення інфляційних очікувань
за період 2000-2008 рр.**

Рік	Швидкість збільшення інфляційних очікувань (b)
2000	1,33
2001	0,73
2002	1,72
2003	4,63
2004	2,34
2005	6,32
2006	2,55
2007	6,98
2008	0,096

Оскільки (за попередніх умов) величина інфляції залежить тільки від інфляції у минулому, то розв'язок останнього рівняння набуде такого вигляду:

$$\pi^e(t) = b \int_{-\infty}^t \pi(s) \exp(b(s-t)) ds. \quad (3.3)$$

Оскільки t – це є сучасний момент часу, то вплив інфляції за попередні роки експоненційно зменшується в міру зростання часового

інтервалу. Одна гіперінфляція, яку суспільство пережило, може здійснити значний вплив на інфляційні очікування.

Проаналізуємо залежність зростання інфляції від швидкості зростання грошової маси (σ).

Нехай $M(t) = M_0(1 + \sigma)^t$. Підставимо цей вираз до (3.1). Прологарифмувавши та знайшовши похідну, отримаємо:

$$\sigma - \pi = -a \frac{d\kappa}{dt} \quad (3.4)$$

або

$$\pi = \sigma + a \frac{d\kappa}{dt}. \quad (3.5)$$

Підставивши $\frac{d\kappa}{dt}$ із (3.5), отримаємо:

$$\sigma - \pi = ab(\pi - \kappa). \quad (3.6)$$

Як і раніше, умова стабільності інфляційних очікувань $\frac{d\kappa}{dt} = 0$, тобто рівність очікуваного та існуючого рівнів інфляції $\pi = \kappa$. Характер рівноваги залежить від величини добутку ab .

Якщо $ab < 1$, то рівновага стабільна і при незначних відхиленнях від рівноваги системи повертається в положення $\pi = \kappa = \sigma$. Якщо $ab > 1$, то рівновага нестабільна і трапляється зміщення в область $\pi < \sigma$ або $\pi > \sigma$, що призведе до збільшення або інфляції, або дефляції. Якщо b має значну величину, то перевищення інфляцією очікуваного рівня спричинить суттєве збільшення інфляційних очікувань ($\frac{d\kappa}{dt}$ зростає), а це, у свою чергу, при сталих темпах

зростання грошей зумовлює збільшення інфляції відповідно до виразу (3.3). Якщо a значне (збільшення інфляційних очікувань), то це призведе до значного зменшення попиту на реальні гроші, що також спричиняє збільшення темпів інфляції. Таким чином, розвиток інфляції (гіперінфляція) можливий при сталих темпах зростання грошових агрегатів за рахунок процесу, який базується на теорії раціональних очікувань.

Далі розглянемо, який максимальний бюджетний дефіцит держава має можливість фінансувати за рахунок сеньйоражу за умов стійкої рівноваги.

Величина сеньйоражу дорівнює:

$$S = \frac{dM/dt}{P} \left(\frac{dM/dt}{M} \right) \cdot \left(\frac{M}{P} \right) \sigma \cdot m. \quad (3.7)$$

За умов стабільності процесу ($\pi = \kappa = \sigma$) та з урахуванням формули (3.1) отримаємо:

$$S = \sigma \cdot c \exp(-a\sigma),$$

де c – стала, яка визначає масштаб попиту на гроші (або попит при нульових інфляційних очікуваннях).

c можна розрахувати як:

$$c = \frac{M}{P \cdot \exp(-a\kappa)} = \frac{m}{\exp(-a\kappa)}. \quad (3.8)$$

Тобто розрахуємо сеньйораж залежно від темпів зростання грошової маси та реальних грошей. За допомогою наведених формул і комп'ютерного аналізу (див. додаток А) заповнимо таблицю 3.6.

Таблиця 3.6

Залежність сеньйоражу від темпів зростання грошової маси та реальних грошей

Рік	Темпи зростання грошової маси σ	Реальні гроші (m)	Сеньйораж (S)
2000	46	185,35	85,52
2001	41	234,76	98,29
2002	41	330,29	137,99
2003	46	460,03	213,98
2004	32	558,61	180,79
2005	54	759,27	412,05
2006	34	936,04	323,12
2007	51	1 259,23	651,32
2008	13	1 151,32	160,31

Відповідно: $\bar{\sigma} = 0,4$.

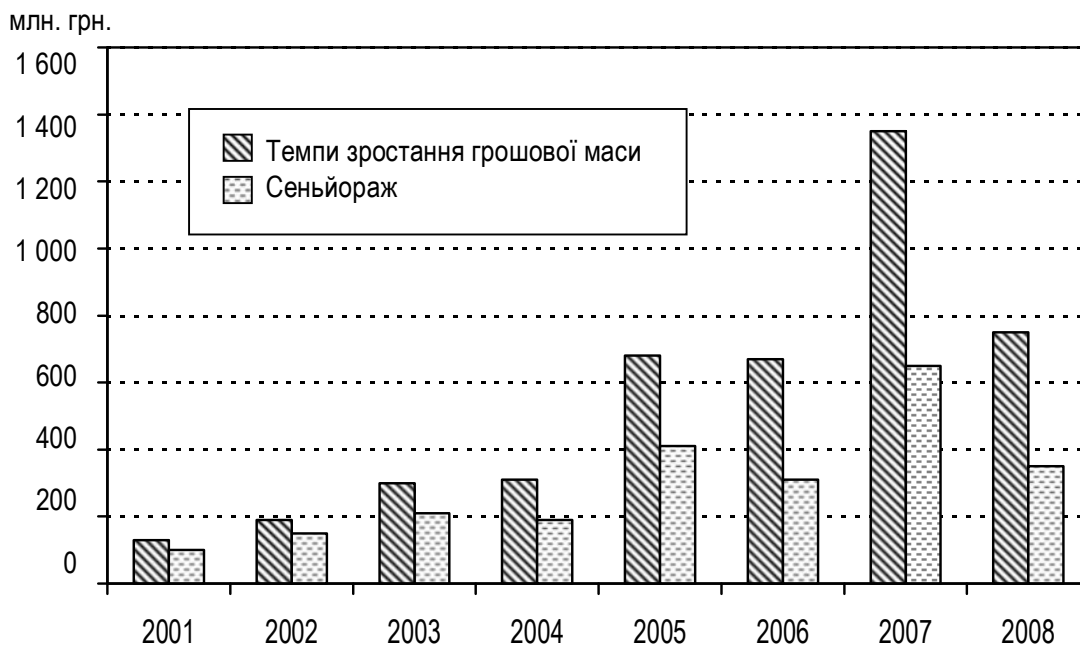


Рис. 3.3. Взаємозв'язок сеньйоражу зі зростанням грошової маси, млн. грн.

Умова першого порядку максимуму сеньйоражу досягається при:

$$\sigma = \frac{1}{a}. \quad (3.9)$$

Розрахуємо параметр зменшення попиту при зростанні інфляційних очікувань. Зробивши комп'ютерний аналіз (див. додаток А), розраховані дані занесемо в таблицю 3.7.

Таблиця 3.7

Параметр зменшення попиту при зростанні інфляційних очікувань

Рік	Темпи зростання грошової маси σ , %	Параметр зменшення попиту при зростанні інфляційних очікувань (a)
2000	46	2,13
2001	41	2,38
2002	41	2,39
2003	46	2,150
2004	32	3,090
2005	54	1,84
2006	34	2,89
2007	51	1,93
2008	13	7,18

Наприклад, при темпах зростання грошової маси на 25 % за рік ($a = 4$) і величині інфляційних очікувань на 25 %, попит на реальні гроші зменшується в e раз.

При значних величинах сеньйоражу виникає інфляційний податок, який призводить до зменшення величини реальних коштів, що належать їх власникам.

Змінимо умови та розглянемо процес вимушеного сеньйоражу. Нехай у сталому положенні сеньйораж дорівнює:

$$S = \sigma \cdot c \exp(-a\mathcal{K}). \quad (3.10)$$

Рівняння залежності темпів інфляції від різниці очікуваного та існуючого рівнів інфляції: $\frac{d\mathcal{K}}{dt} = b(\pi(t) - \mathcal{K}(t))$.

У цьому випадку S задається екзогенно, а σ визначається з системи (ендогенно), тобто відповідно до попиту на гроші з боку держави визначаються темпи збільшення грошової маси.

$$\sigma = \frac{S}{m} = \frac{S}{c \exp(-a\mathcal{K})}. \quad (3.11)$$

У роботі [99] запропонована графічна інтерпретація залежності (3.10) (рис. 3.4).



Рис. 3.4. Рівноважний стан системи ABC при заданих величинах сеньйоражу S та S'

При величині сеньйоражу S можливі сталі положення у двох точках – A і B . Першому положенню відповідає низький рівень зростання грошової маси σ та інфляційних очікувань, другому – високий рівень темпів зростання грошової маси та значний рівень інфляційних очікувань. Збільшення доходів від сеньйоражу можливе тільки до величини S . У цьому випадку сталому положенню системи відповідає точка C , в якій $\sigma = \kappa$. Наведений графічний аналіз підтверджує результати наших розрахунків.

У наступній частині роботи простежимо взаємозв'язок змін курсу долара США з динамікою цін внутрішнього ринку та визначимо, наскільки останній чинник визначається динамікою грошової маси та якою мірою проявляється вплив динаміки курсу долара США.

Оскільки економіка України є відкритою і, відповідно до оцінки за методикою МВФ, належить до економік з високим ступенем доларизації, то одним із головних індикаторів її стану є курс національної валюти стосовно основної світової валюти – долара США. Рівень доларизації економіки прийнято визначати на основі співвідношення величин депозитів в іноземній валюті до загальної грошової маси. Економіки країн, які мають рівень доларизації вище 30 %, належать до високодоларизованих.

Проаналізуємо складові процесу інфляції та її взаємозв'язок з девальваційними процесами та зростанням грошової маси за період з 2000 до травня 2008 року.

Порівнюючи темпи зростання девальвації гривні з темпами зростання рівня інфляції, зробимо висновок, що на всій частині досліджуваного інтервалу (січень 2000 року – травень 2008 року) темпи зростання девальвації гривні не перевищують темпів зростання інфляції (рис. 3.5). Тобто цей період можна розглядати як період відносної стабілізації.

Якщо розглянути період з січня 2008 до січня 2009 року, то ситуація істотно змінюється. Отже, можна зробити висновок, що на цьому інтервалі темпи девальвації перевищують темпи інфляції (рис. 3.6).

Доларизація виникає як реакція суб'єктів на економічну нестабільність і високу інфляцію. Ситуація взаємозв'язку між показниками зростання рівня інфляції, девальвації та МЗ, яка склалася в Україні в періоди 2000 – січень 2008 року і січень 2008 – січень 2009 року, ще раз підтверджує явище гістерезису або відсутності обернення руху, коли стабілізація макроекономічних показників не зумовлює зменшення доларизації.

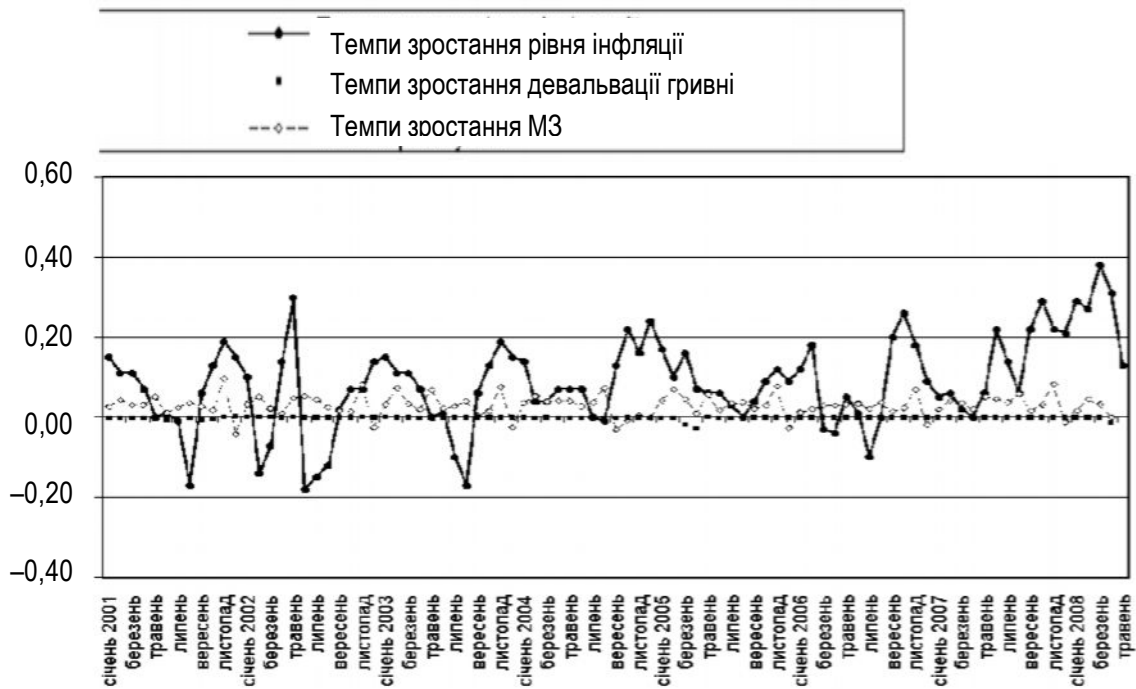


Рис. 3.5. Темпи зростання індексу споживчих цін, девальвації та грошової маси з січня 2000 до травня 2008 року

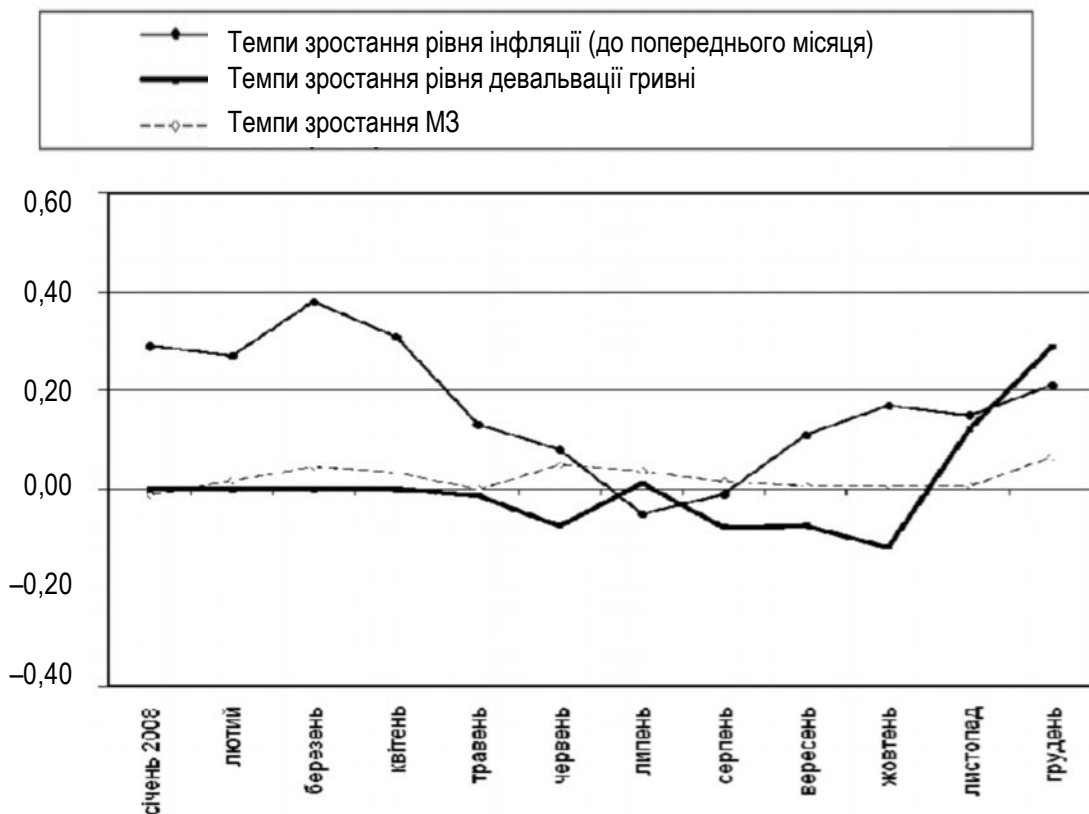


Рис. 3.6. Темпи зростання індексу споживчих цін, девальвації та грошової маси за період з січня 2008 до грудня 2008 року

Таким чином, результати комп'ютерного моделювання можуть бути використані при формуванні кредитно-грошової політики країни. Програмний модуль має наочний зручний інтерфейс. Результати наведені як у вигляді таблиць, так і графічно, що наочно ілюструє результати розрахунків.

Для розрахунків були використані статистичні дані НБУ, тому практичним результатом роботи є дослідження взаємозв'язку відповідних показників України. Проведений графічний аналіз підтвердив якість отриманих результатів.

3.4. ОСОБЛИВОСТІ АДАПТАЦІЇ ІНСТРУМЕНТІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ ДО УМОВ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ

Дослідження особливостей адаптації інструментів грошово-кредитної політики в економіці України доцільно поділити на об'єктивні (екзогенні) – ті, що пов'язані, визначені й визначаються глобальними процесами у світовому економічному просторі, та суб'єктивні (ендогенні), що є суто українськими. Перші породжені відкритістю економіки. Адже, незважаючи на відмінності в трактуваннях дефініції “відкрита економіка” й на полеміку щодо ступеня відкритості національної економіки, можемо стверджувати, що на сьогодні українська економіка є доволі відкритою. Співвідношення обсягів експорту і ВВП становить близько 50 %, тому кілька основних галузей економіки майже цілковито залежать від світової цінової кон'юнктури. Останні – породжені структурою економіки, політичними негараздами, ментальністю чи психологічним типом українського народу тощо.

Проаналізуємо першу групу причин. Дослідження свідчать, що сучасна експансія глобалізації досягла такого рівня, за якого відбувається не лише спостереження за трансформаціями макроекономічних і фінансових явищ, а й перегляд базових теоретичних засад аналізу монетарних процесів. Відбувається поступова кристалізація макроекономічних процесів глобального рівня, які формують силове поле, що визначає поведінку національних макроекономічних процесів. Світова економічна інтеграція призводить до виникнення певних зовнішніх ефектів в процесі проведення економічної політики окремими державами. Можливості країни, глибоко інтегрованої в глобальну економіку, проводити монетарну політику, яка суперечить панівним глобальним трендам, дуже обмежені [49].

Світова фінансова криза, про яку зараз вже існує розмаїття думок і прогнозів, насправді має лише вираження у фінансах, а по суті є кризою економічною, особливістю якої є її передбачуваність. Вона не була

неочікуваною. Незважаючи на це, економічні системи та уряди різних країн виявилися практично не готовими до неї. І вкотре уряди намагаються лікувати симптоми, а не хворобу. А причини хвороби – у відриві фінансового сектора від виробничого, незабезпеченість грошей фінансовими активами, які б мали справжню вартість, відсутність стандарту у валютно-кредитних відносинах. За оцінками економістів, при світовому ВВП на рівні 50 трлн. дол., сума фіктивного капіталу (з усіма “бульбашками”, деривативами, операціями інвестиційних фондів), яка обертається на світових фінансових ринках, сягає 500 трлн. дол. Така ситуація, згідно із дослідженнями західних експертів, може призвести до дезінтеграції глобального ринку і світової рецесії [57].

Реалії свідчать про поляризацію країн з різним ступенем розвитку і про виникнення нерівних умов господарювання, оскільки розвинуті країни використовують механізм перенесення кризової стадії циклів в економічно залежні від них країни. Внаслідок антикризової політики розвинутих країн в їхній економіці зменшується глибина і тривалість криз. У менш розвинутих країнах кризи іноді стають невинувато глибокими й тривалими. Тобто проявляє себе трансфер кризи – свідомі дії однієї країни стосовно іншої (як правило, менш розвинутої), що загрожують останній тяжкими кризами, зниженням конкурентоспроможності національної економіки та звуженням присутності на ринках, погіршенням підприємницького та інвестиційного клімату, деградацією соціальної та екологічної ситуації. Трансфер криз відбувається через дію об’єктивних законів [106].

Основним напрямом процесу формування єдиного глобального світового господарства стала глобалізація фінансової сфери економіки. Головні чинники її такі:

- зростання обсягів фінансових ресурсів транснаціональних корпорацій і транснаціональних банків;
- зростання інтенсивності транскордонних фінансових операцій;
- поява нових інструментів і механізмів міжнародних фінансових операцій;
- усунення бар’єрів між внутрішніми і міжнародними фінансовими ринками;
- дерегулювання та лібералізація міжнародного руху капіталів;
- формування глобального фінансового ринку з перерозподілом значних обсягів фінансових ресурсів.

За таких обставин ключова роль у розвитку глобалізаційних процесів належить саме фінансовій глобалізації, котра передбачає зростання інтеграції національних ринків грошей і капіталів, що, зрештою, визначає формування світового фінансового ринку із величезними масштабами

переміщення грошових коштів між країнами. Позитивним моментом цього процесу є істотне розширення можливостей національних економік отримувати додаткові грошові ресурси, які можуть бути спрямовані на стимулювання економічного зростання. Водночас негативним явищем фінансової глобалізації слід вважати помітне розширення спекулятивного руху капіталів, що підриває фінансову стабільність національних господарств, що є особливою загрозою у випадку трансформаційних економік з недостатнім рівнем розвитку фінансових інститутів і їхньою слабкою капіталізацією, обмеженими можливостями впливу центральних банків, відсутністю ефективно діючої інфраструктури фінансових ринків і надійних систем захисту від ризиків, що супроводжують міжнародне переміщення грошей і капіталів [34]. Фінансова глобалізація справляє безпосередній вплив на проведення національної грошово-кредитної політики. Канали такого впливу проявляються, по-перше, у впливі на мету грошово-кредитної політики, що полягає в обмеженні кількості цілей, яких можна досягати (адже за повної мобільності капіталу неможливо одночасно проводити незалежну грошово-кредитну політику і підтримувати режим фіксованого валютного курсу), у впливі на темп інфляції в національній економіці; по-друге, відбуваються поступові зміни в інструментарії грошово-кредитної політики – більшість країн відмовляється від прямих заходів, дедалі меншу роль відіграють мінімальні резервні вимоги, бо акцент переноситься з регулювання грошової бази на регулювання процентних ставок; по-третє, відбуваються зміни в каналах впливу грошово-кредитної політики – зниження ролі каналу, пов'язаного з процентною ставкою через процес їхнього вирівнювання між країнами і більшу їх залежність від ситуації на світовому ринку, ніж усередині країни, але відбувається посилення каналу, пов'язаного із валютним курсом, бо кількість факторів, що впливають на валютний курс, зростає і його починають розглядати як ціну активу; по-четверте, національні економіки більшою мірою зазнають фінансових криз, імпульси для виникнення яких надходять ззовні. Крім того, змінюється модель побудови фінансової системи як на національному рівні, так і у світовому масштабі. Починає переважати система, що ґрунтується на фінансових ринках, а не на комерційних банках, що призводить до зміни характеру ризиків у фінансовій системі і можливості її регулювання заходами грошово-кредитної політики [21].

Провідну роль у розвитку міжнародного фінансового ринку відіграють країни “Великої сімки”, їх частка у здійсненні фінансових операцій становить більше половини світового обсягу. Ці країни на міжнародному фінансовому ринку є чистими боржниками з високим рівнем

економічного розвитку. Таким чином, країни, що розвиваються, сьогодні спрямовують свій капітал у розвиток економічно розвинутих країн. Існуюча ситуація суперечить базовим положенням економічної теорії про рух капіталу [117].

В аспекті проблеми, досліджуваної в цій роботі, доцільно виділити такі основні генетичні джерела глобально-центричного погляду на монетарну політику. Перше джерело – домінування долара США в глобальних валютних резервах і міжнародних трансакціях створило передумови для того, що процентні ставки у світі, починаючи з 80-х років минулого століття, мають тенденцію орієнтуватись на дії Федеральної резервної системи США. Внаслідок цього коливання ставок у США перестало бути нейтральним щодо виникнення кризових ситуацій у країнах з ринками, що формуються, та швидкості відновлення у посткризовий період. З 90-х років ХХ ст. монетарна політика США почала створювати у всьому світі своєрідний “монетарний клімат”, який частіше не збігався з макроекономічними тенденціями в окремих країнах. Друге джерело – поведінка процентних ставок в умовах глобалізації суттєво залежить від стану платіжного балансу, що є відображенням довгострокового процесу глобальної інтеграції на макrorівні. Спостерігається швидше вирівнювання довгострокових ставок порівняно з короткостроковими. Таким чином, ставки на ринках капіталів визначаються внаслідок глобального вирівнювання норм дохідності бізнесу, тоді як ставки на грошовому ринку залежать від впливу з боку центральних банків. Третє – реакція центробанку, яка передбачає реагування кожного монетарного органу на відхилення національної фактичної інфляції від цільової, фактичного ВВП певної країни від потенційного та глобального ВВП (ВВП країн ОЕСР) від потенційного [49].

Для аналізу другої групи причин сформуємо деяку загальну концептуальну позицію, а далі скористаємося логікою генетичного і функціонального аналізу для дослідження.

Як правило, ситуація, за якої необхідні радикальні зміни методів економічного регулювання, характеризується наявністю фінансової і соціальної дестабілізації, а також значною непередбачуваністю її розвитку. У загальному випадку першочергові завдання, які вирішує держава в такій ситуації, полягають у стабілізації інфляції, зменшенні волатильності валютного курсу, подоланні зовнішніх і внутрішніх причин фінансової і соціальної нестабільності тощо. У такому випадку держава через монетарну владу постає перед проблемою вибору форм і методів проведення подальшої економічної політики. А для розв’язання поставлених завдань радикальна зміна режиму монетарної політики може стати дієвим інструментом, оскільки в таких умовах економічна система

ніби формується заново. Також достатньо швидка зміна монетарного режиму є доцільною у випадку, коли спостерігаються суттєві протиріччя, в результаті чого такий режим виявляється неспроможним ефективно забезпечувати досягнення своїх цілей.

Грошово-кредитна політика впливає на економіку через трансмісійний механізм, що включає певний набір каналів. Отже, по суті центральний банк впливає на деякі параметри грошово-кредитної сфери, тим самим впливаючи на перерозподіл фінансових потоків всередині неї. У свою чергу, ці зміни в грошово-кредитній сфері передаються іншим секторам економіки знову ж таки шляхом перерозподілу вже їхніх фінансових потоків. Це означає, що змінюється структура фінансових потоків в існуючій економічній системі, але при цьому залишаються незмінними система економічних відносин, рівень розвитку інфраструктури, ступінь інтегрованості економіки у світову економіку тощо. Крім цього, перехідні економіки характеризуються тим, що далеко не всі фінансові механізми “працюють” ефективно і повноцінно. Це насамперед стосується системи фінансових ринків, адже перехідні економіки не мають достатньо розвинутих фінансових ринків. Отже, не завжди і не для всіх учасників фінансового ринку відбувається перелив коштів, пов’язаних зі зміною взаємної дохідності. Це гальмує і деякою мірою спотворює сигнал, що формує центральний банк у рамках певного монетарного режиму, що може знизити ефективність монетарної політики. Якщо ж центральний банк використовує інструменти, що мають на меті функціонування “непрацюючих” фінансових механізмів, то реакція економіки може вийти за рамки очікуваних результатів, причому як у позитивний, так і в негативний бік [47].

Таким чином, виходячи навіть із такого загального підходу, формулюється висновок, що ефективність грошово-кредитної політики залежить не тільки від того, за допомогою яких інструментів здійснюється вплив на грошово-кредитну систему, але й від умов функціонування та стану економіки в цілому.

За роки незалежності структура української економіки не тільки не наблизилась до ринкових стандартів розвинутих країн, а навпаки – погіршилася, навіть порівняно зі структурою економіки колишнього СРСР [94].

Україна є в основному індустріальною державою. Її економіка характеризується домінуванням низько- та середньотехнологічних галузей. Дослідження свідчать, що на сьогодні відбулося спонтанне руйнування більшості існуючих технологічних укладів, що супроводжувалося розпадом відповідних технологічних ланцюгів. Технологічна структура України втратила стійкість. Розрив переважної більшості взаємозв’язків із колишніми союзними республіками, а також обвальна приватизація

державних підприємств призвели до фактичної втрати державної керованості інноваційно-технічним комплексом як єдиним цілим.

Спад виробництва у високотехнологічних галузях виявився набагато більшим, ніж у середньому по промисловості. Продуктивність праці скоротилася на третину, настільки ж зросла частка енергомісткості виробництва. Вітчизняна наукомістка продукція витіснилася конкурентною. Багато високотехнологічних галузей виявилися практично згорнутими. Високорозвинуті країни, спроможні надати демократичній Україні економічну підтримку, почали сприймати її як країну-експортера ресурсів та енергоносіїв для своїх економік.

У національному промисловому комплексі повністю переважає так званий четвертий технологічний уклад, який визначається крупносерійним машинобудуванням, суднобудуванням, кольоровою металургією, використанням нафти як основного енергоносія, поширеністю двигуна внутрішнього згоряння та хімії органічного синтезу. Значною залишається частка третього технологічного укладу, складовими якого є теплові електростанції, паливна та вугільна промисловість, чорна металургія, промисловість металевих конструкцій і будівельних матеріалів, скловиробництво й порцеляново-фаянсова промисловість. Базові ж елементи п'ятого технологічного укладу (продукція електронної промисловості, обчислювальна та оптово-волоконна техніка, програмне забезпечення, телекомунікації, інформаційні послуги, видобування та переробка газу) в Україні розвинуті недостатньо. Шостий технологічний уклад – мікробіологічна промисловість, промисловість медичної техніки) лише заявив про себе без помітного впливу на весь господарський комплекс [116].

Зупинити таку ситуацію заходами грошово-кредитної політики не вдається. У світовій практиці для вирішення таких завдань вдаються до заходів так званої структурної політики, яку держава проводить паралельно із грошово-кредитною, координуючи регулятивні заходи у виробничій і монетарній сферах. “По суті, науково обґрунтованої, цілеспрямованої державної структурної політики в нас і не існувало. Катастрофічне поглиблення структурних диспропорцій, що відбулося протягом останніх років, є значною мірою відображенням цієї досить простої істини”, – ця цитата з доповіді Президента “Про основні засади економічної та соціальної політики” від 19.10.94 [85] абсолютно, на жаль, не втратила актуальності й зараз, справа далі загальних розмов про необхідність реструктуризації не пішла. І, як логічний наслідок, маємо істотний розрив механізмів зв'язку сфер реальної економіки та фінансово-банківської.

На переконання більшості фахівців, вагомим гальмом розвитку є недостатній розвиток фінансових ринків, зокрема фондового. Розвинутий ринок цінних паперів – це необхідна умова для ефективного застосування трансмісійних механізмів, необхідних для регулювання із застосуванням ставок центробанку. На сьогодні в Україні відсутня комплексна стратегія розвитку фінансового ринку країни. Планування здійснюється фрагментарно в рамках окремих сегментів із короткостроковим або середньостроковим горизонтом дії. Без сумніву, на сучасному етапі розвитку національної економіки бажаним є зростання впливу інвестиційних та інноваційних факторів на економічну динаміку. При цьому також суттєво зростатиме роль фінансового ринку як механізму, здатного забезпечити інтенсивний тип розвитку економіки шляхом трансформації заощаджень в інвестиції, насамперед довгострокового характеру [117].

Однією з найбільших перешкод на шляху розвитку економіки є те, що левова частка вітчизняного капіталу концентрується на підприємствах із закритою формою власності, що, у свою чергу, є суттєвим гальмом для ефективного розвитку внутрішнього фінансового ринку. Верховна Рада наприкінці вересня 2008 року схвалила у новій редакції закон “Про акціонерні товариства”, який, зокрема, окреслює захист прав міноритарних акціонерів. Сам факт прийняття цього закону створює додаткові мотиваційні стимули для поширення такої форми власності, як відкриті акціонерні товариства. Завдяки цьому фондовий ринок може отримати новий поштовх для свого розвитку, що стимулюватиме зростання ринку внутрішніх інвестицій [81]. В іншому випадку – за відсутності розробки стратегії розвитку фінансового ринку з чітко окресленими ключовими параметрами – фінансовий ринок країни розвиватиметься в рамках інерційної моделі. Перебуваючи в такому стані, фінансовий ринок є прямою загрозою національній безпеці. У такій ситуації будь-які кроки в напрямку інтеграції України в європейський економічний простір досить швидко призведуть до поглинання інфраструктури ринку капіталу України краще організованими і капіталізованими конкурентами, до банкрутства професійних учасників ринку та необхідності отримання українськими підприємствами фінансових ресурсів на іноземних ринках за ціною, що склалася в умовах, відмінних від українських реалій [117].

Недостатній рівень розвитку ринку цінних паперів та обмежене коло фінансових інструментів, що можуть слугувати альтернативою банківським валютним депозитам як формі дохідного розміщення активів економічних агентів стає однією з причин (у списку об’єктивних) процесу доларизації економіки України.

Висока доларизація також є перепорою для проведення ефективної монетарної політики, адже центральний банк може ефективно використовувати всі свої інструменти щодо тієї частки грошової сфери, яка зорієнтована на використання національної валюти. Доларизація визначається як процес переходу основних функцій грошей як мірила вартості, розрахункової одиниці й засобу обігу від місцевої валюти (національної грошової одиниці) до іноземної валюти не лише долара США, а вже й до євро), тобто – процес витіснення іноземною валютою внутрішньої валюти [37].

Типологія доларизації включає такі її різновиди: офіційна, напівофіційна, неофіційна. В Україні наявна неофіційна доларизація, яка проявляє себе в таких формах:

- фінансова доларизація – наявність іноземних валют у депозитній і кредитній діяльності банківських установ. Згідно з методикою МВФ високодоларизованою вважається економіка, в якій рівень цього показника перевищує 30 % (за цим критерієм Україна належить до країн із помірною доларизацією);
- позабанківська доларизація – наявність іноземної валюти безпосередньо в населення;
- неофіційна фінансова доларизація – наявність розрахункових рахунків за кордоном і придбання іноземних фінансових активів.

Ретроспективний аналіз чинників розвитку процесу доларизації в Україні (табл. 3.8) [5; 64; 84] свідчить, що на початковому етапі її розвитку основними причинами були висока інфляція та прагнення резидентів захистити свої активи від інфляції та девальвації.

Сучасний етап розгортання цього процесу характеризується збільшенням чинників доларизації та ускладненням їх впливу на економіку країни. Внутрішні чинники доларизації такі:

1. Значні інфляційні очікування суб'єктів економіки та високий рівень фактичної інфляції, спричинений політичною та макроекономічною нестабільністю, вже стали, на жаль, традиційними факторами.
2. Державна політика щодо запозичень, орієнтована головним чином на іноземний корпоративний сектор і розміщення облігацій зовнішньої державної позики.
3. Недосконалість законодавчо-нормативної бази створює умови для нарощування резидентами активних і пасивних операцій саме в іноземній валюті.

Слід зазначити, що доларизація національної грошової системи загрожує економічному розвитку країни не лише через ті проблеми, які виникають унаслідок паралельного обігу на її території двох валют, а й з огляду на ті ризики, яких нині зазнає долар США як провідна світова валюта.

**Динаміка показників доларизації економіки України
у 1996-2006 рр., %**

Рік	Показник				Ланцюгові темпи приросту			
	Доларизація за МВФ	Доларизація депозитів	Доларизація кредитів	Питома вага валюти в МЗ	Доларизація МВФ	Доларизація депозитів	Доларизація кредитів	Питома вага валюти в МЗ
1996	17,3	30,4	24,8	-	-	-	-	-
1997	13,4	26,3	28,8	-	-22,4	-13,4	16,3	-
1998	20,9	39,0	42,3	21,3	55,9	48,4	47,0	-
1999	24,5	43,8	51,5	25,1	17,1	12,2	21,7	18,0
2000	22,9	38,4	46,0	23,4	-6,6	-12,4	-10,7	-6,8
2001	18,4	32,3	44,2	18,8	-19,6	-15,9	-4,0	-19,5
2002	18,9	32,0	41,8	19,3	2,6	-0,7	-5,3	2,7
2003	20,6	31,9	41,7	20,8	9,3	-0,4	-0,3	7,7
2004	24,1	36,4	42,2	24,2	16,6	14,1	1,2	16,1
2005	23,6	34,3	43,3	23,6	-2,0	-5,7	2,7	-2,4
2006	27,0	38,1	49,5	27,0	14,7	11,0	14,3	14,3

Для дослідження генетики проблеми застосуємо періодизацію реалізації монетарної політики [36].

На I етапі (1992-1994 рр.) було взято курс на стимулювання розвитку національного виробництва та підтримання соціальної сфери на рівні, що був встановлений ще за умов адміністративно-командної економіки. Цей період характеризується зростанням державної заборгованості за рахунок кредитів та заборгованості з експорту, інфляція сягнула майже світового рекорду (в 1993 році – 10 256 %) й дала поштовх інфляційній спіралі. Лише за один рік готівкова емісія НБУ зросла в 29,7 раза, причому це відбулося в умовах заборони емісійного фінансування бюджету [18].

На II етапі (1995-1999 рр.), який характеризується відносною макроекономічною та фінансовою стабілізацією, відбулася переорієнтація акцентів на ринок державних цінних паперів. Міністерство фінансів основним джерелом управління державним боргом визначило ринок ОВДП. Гіперболізація ринку ОВДП створила проблеми управління ним і підтримки стабільності [58].

Природа грошової кризи 1997-1998 років зумовлена суттєвими помилками у фінансово-грошовій політиці, коли уряд і НБУ повністю втратили контроль над фінансовим і грошовим ринками, утворенням зовнішнього боргу. І знову серйозні наслідки – девальвація гривні з 1,9 до 5,2 грн. за долар, чисті втрати бюджету від піраміди ОВДП – 7,6 млрд. грн., зменшення валютних резервів з 2,3 млрд. дол. до 761 млн. Це водночас і нищівний удар по фінансових активах суб'єктів господарювання та доходах громадян, зменшення показника ВВП у 2,5 раза на душу населення в доларовій номінації. За цим ключовим показником Україна вмиє опинилась серед бідних країн світу [17].

На III етапі (2000-2007 рр.) спостерігався перехід української економіки у фазу зростання й відповідно заходи НБУ передбачали зниження та встановлення диференційованих норм мінімальних обов'язкових резервів, зниження облікової ставки, збільшення обсягів рефінансування тощо.

Подальша стабілізація можлива лише за умови удосконалення немонетарних інструментів грошової стабілізації. Нині це має стати головною турботою уряду, його економічного блоку. Тут є багато позицій, однак зупинимось лише на визначальних. По-перше, збереження політики бездефіцитного і водночас збалансованого бюджету. У нас немає альтернативи цьому. Бездефіцитний бюджет – не лише основа стабільності гривні, а й головний інструмент зниження боргового навантаження на економіку. По-друге, відчутне зниження податкового тягаря. Податкова складова в структурі витрат, а відтак і в цінній динаміці, залишається надзвичайно високою. По-третє, створення ефективного антимонопольного конкурентного середовища і насамперед – подолання свавілля природних монополій, які весь час штучно завищують тарифи. Зазначу, що це найслабше місце у політиці реформ. По-четверте, детінізація української економіки та ін.

3.5. ОСНОВНІ ПРОБЛЕМИ ВИКОРИСТАННЯ ІНСТРУМЕНТІВ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ (МОНЕТАРНОЇ) ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ

Грошово-кредитна політика – це комплекс взаємопов'язаних, скоординованих на досягнення певних цілей заходів щодо регулювання грошового ринку, які проводить держава через свій центральний банк [43, с. 31]. Інструменти монетарної політики та їх вплив на такі макроекономічні показники, як обсяг валового внутрішнього продукту, прогнозований рівень інфляції, розмір дефіциту бюджету та джерела його покриття неодноразово досліджено та описано багатьма теоретиками [16; 23; 43; 77; 101]. Але застосування інструментів грошово-кредитної

політики, як і будь-якої моделі, що абстраговано описує економічні взаємозв'язки, потребує адаптації до певних умов.

Розглянемо деякі особливості використання інструментів грошово-кредитної політики в Україні. Національний банк використовує інструменти монетарної політики, які поділяються на інструменти прямого та непрямого впливу. До інструментів прямого впливу належать такі: ліміти кредитування для окремих банків, пряме регулювання процентної ставки, ліміти на обсяг чи вартість кредитів, що надаються окремим галузям. До інструментів непрямого впливу належать: операції на відкритому ринку цінних паперів, зміна облікової процентної ставки, зміна вимог до рівня обов'язкових резервів депозитних інститутів. Як бачимо, монетарна політика є високоефективним інструментом формування конкурентоспроможності національної економіки, оскільки має безпосередній вплив на чинники, пов'язані з ціною та ціноутворенням (формування конкурентної ціни, доходів, прибутків) і з відтворювальним процесом загалом (інвестиції, технологічні та організаційні інновації, формування виробничих витрат, зростання продуктивності праці).

Проголошена політиками на сучасному етапі розвитку вітчизняної економіки необхідність здійснення переходу української промисловості від стадії виживання до стадії наукомісткого розвитку безпосередньо пов'язана з проведенням грошово-кредитної політики Національним банком.

Дії НБУ неодноразово критикувалися як науковцями, так і практиками [16; 23; 43, 77]. При цьому можна виділити такі проблемні аспекти:

- при використанні монетарних інструментів макроекономічного регулювання відсутня збалансованість дій;
- монетарні заходи впливу на економіку мають короткостроковий характер, не переслідують стратегічних цілей грошово-кредитної політики держави;
- динаміка монетарних агрегатів в Україні залишається негативною;
- у зв'язку з інфляційними процесами існує недовіра економічних суб'єктів до національної грошової одиниці, що спричиняє високий рівень доларизації економіки.

Аналіз застосування монетарних інструментів макроекономічного регулювання у 2006-2008 роках [43, с. 34] показав, що Національний банк з метою впливу на макроекономічні показники в основному використовує відсоткову політику, норматив обов'язкового резерву-

вання та операції з цінними паперами. Дія цих засобів впливу не завжди однозначно і позитивно впливає на економічний розвиток країни.

Головна проблема полягає в розбалансованості дій НБУ та уряду. Важливо забезпечити Національний банк вчасною та надійною інформацією щодо запланованих урядових дій, які можуть вплинути на проведення грошово-кредитної політики.

У контексті проголошеного переходу від стадії виживання до стадії наукомісткого розвитку грошово-кредитна політика має бути спрямована на створення стимулів для заміщення цінових конкурентних переваг неціновими за одночасного напрацювання інструментів їх реалізації, зокрема й на забезпечення підприємств достатнім обсягом коштів для реалізації технологічного оновлення та посилення системи державного захисту протягом періоду реконструкції.

Для ефективного вирішення завдання підвищення конкурентоспроможності виробництва комплекс заходів та інструментів грошово-кредитної та валютної політик має відповідати рівню розвитку країни та здійснюватися, виходячи із завдань реформування основ макроекономічної політики, відповідно до процесів активізації ринкових механізмів. Досить часто внаслідок існування певних особливостей розвитку трансформаційної економіки цілі та методи реалізації цих політик можуть суперечити одна одній. Наприклад, завдання стабілізації темпів інфляції та підтримки високих темпів економічного зростання за рахунок стимулювання експорту не можуть бути реалізовані одночасно. Також гострою проблемою на етапі переходу до утвердження інноваційно-інвестиційної моделі розвитку є розбіжність між потребою нарощування обсягів інвестиційного імпорту, сучасного обладнання, технологій і необхідністю підтримки експортних галузей, які забезпечують основну частку валютних надходжень. Отже, виникає низка проблем і суперечностей у монетарній сфері, які потребують нагального вирішення, а саме:

1. Посилення антиінфляційного та рестрикційного характеру кредитно-грошової політики не відповідає завданню стимулювання інвестиційно-інноваційного характеру економічного розвитку.
2. Розширене інвестування української економіки неможливе без вирішення завдання радикального підвищення рівня капіталізації банківської системи. В іншому випадку обмеженість ресурсів банківської системи стане чинником уповільнення економічного розвитку.
3. Стимулювання зниження процентних ставок за кредитами є недоцільним за збереження високої вартості залучених ресурсів і відсутності надійних позичальників, які спроможні ефективно використати і вчасно повернути запозичені кошти.

4. Нарощування інвестиційних і довгострокових кредитів, пов'язаних з оновленням технічного потенціалу, має об'єктивні економічні перепони у вигляді низької рентабельності української промисловості та відсутності у банківській системі дешевих і “довгих” ресурсів.
5. Підтримання поступової ревальвації гривні, яка дозволить підвищити віддачу на капітал, зменшити вартість залучення зовнішніх ресурсів, сприяти розширенню внутрішнього попиту, вимагає режиму керованого обмінного курсу. За цього режиму валютний курс не може використовуватись як дієвий інструмент монетарної політики та регулятор зовнішніх шоків [16, с. 146; 23, с. 12].

Зміна орієнтирів монетарної політики в напрямі активізації інструментів грошово-кредитної політики та припинення здійснення політики штучної девальвації гривні за рахунок прив'язки до “слабкого” долара США відповідає своєрідній циклічності розвитку економіки. Після періоду економічного піднесення, викликаного бурхливим розвитком експорту завдяки сприятливій зовнішній кон'юнктурі та заниженому курсу національної грошової одиниці, темпи економічного зростання неминуче сповільнюються через застарілість наявної моделі конкуренції. У цей період можна підвищувати обмінний курс і здійснювати стимулюючу грошово-кредитну політику. Без суттєвих негативних наслідків для економіки це можна робити лише поступово, тому що, завдяки інерційному зростанню попиту, ВВП протягом деякого періоду продовжуватиме зростати (хоча обсяги продажів збільшуватимуться значно менше). Протягом цього часу в економіку надходитимуть зовнішні інвестиції, здійснюватиметься структурна перебудова економіки, впроваджуватимуться інноваційні технології [101, с. 263].

Різка девальвація національної валюти вводить економіку в стан шоку, до чого може призвести лише неправильно обрана монетарна політика НБУ. На сучасному етапі ми маємо такі проблеми:

- неконтрольоване збільшення обсягів залучень на зовнішньому ринку (середньо- та довгострокових негарантованих кредитів) призвело до зростання попиту на валюту серед економічних агентів із обмеженими можливостями її заробити, що створило додатковий тиск на внутрішньому ринку. Крім того, ми імпортували вплив зовнішніх чинників нестабільності валютних і фінансових ринків на внутрішній валютний ринок;
- погіршення торговельного сальдо разом із обмеженим припливом надходжень валюти за фінансовим рахунком платіжного балансу (внаслідок погіршення інвестиційного клімату) створило значний тиск на гривню у бік девальвації;
- погіршення фінансових показників підприємств (внаслідок суттєвого збільшення ціни на газ, продовження торгових “війн” з Росією)

зменшило кошти підприємств та організацій на депозитних рахунках у комерційних банках;

- неспроможність уряду запровадити ринкові механізми цінового регулювання;
- зростання корпоративних боргів;
- погіршення макроекономічних пропорцій, що пов'язані з великими обсягами споживчого кредитування банками, а саме: збільшення негативного зовнішньоторговельного сальдо, оскільки кредити витрачаються в основному на придбання імпортованих товарів довгострокового користування; розриву між темпами зростання реальних доходів населення та банківського кредитування, що загрожує стабільності банків [77, с. 381].

Суттєвий негативний вплив нестійкості валютного курсу на темпи економічного зростання, макроекономічну стабільність та інвестиційний процес визначає стратегічну спрямованість валютно-курсової політики на згладжування надмірних коливань валютного курсу. За вразливості й нестійкості нинішньої стабільності валютно-фінансової сфери в Україні, глибину якої продемонстрували події кінця 2008 р., коли під впливом політичних подій і девальваційних очікувань населення ситуація у валютній і банківській системах вийшла з-під контролю, система валютного регулювання має зберегти свою стабілізаційну спрямованість за виваженої лібералізації його окремих елементів, розрахованої на кілька років.

Отже, орієнтація на зміцнення національної валюти забезпечить зростання купівельної спроможності підприємств і населення, що розширить внутрішній попит насамперед на високоякісну та високотехнологічну продукцію. Однак потрібно врахувати побажання МВФ і дозволити номінальному обмінному курсу знизитися до рівня, що дорівнює різниці інфляцій, орієнтиром якої є долар США. Проте очевидно є необхідність уникнути більш агресивного зниження номінального обмінного курсу, оскільки такий крок може спричинити негативний шок на пропозицію (роблячи імпортований продуктивний імпорт відносно більш дорогим) внаслідок скорочення випуску та підвищення цін. До того ж істотне зменшення обмінного курсу імовірно може збільшити відношення зовнішнього боргу до ВВП, що було б вкрай небажаним.

В умовах переходу до інноваційної моделі розвитку зміцнення національної валюти не стає лише запорукою здешевлення зовнішнього фінансування і зменшення частки витрат на погашення та обслуговування зовнішніх боргів, а й сприятиме зміні напрямів інвестування за рахунок поступового вирівнювання рентабельності між видами економічної діяльності, зближення ставок кредитів у національній та

іноземній валюті. Ефективніший розподіл фінансових ресурсів дозволить зменшити вартість інвестиційних ресурсів для позичальників, збільшити строки надання кредитів, активніше використовувати їх для високоризикових вкладень, якими є інноваційні проекти [101, с. 264].

Стратегічним завданням підвищення ефективності монетарної політики України в довгостроковому періоді є підтримання довіри населення до національної валюти в умовах зовнішніх шоків – від світових криз до значних коливань в обсягах валютних надходжень від експорту внаслідок кон'юнктурної динаміки світових ринків. Це вимагає забезпечення високого коефіцієнта покриття грошової маси золотовалютними резервами.

Поряд з цим для посилення стимулюючого характеру грошово-кредитної політики держава має здійснити комплекс заходів, а саме:

- за дорученням Нацбанку доцільно розробити на визначений період (від 3 до 5 років) систему пільг для комерційних банків, які надають частину своїх ресурсів на кредитування;
- банкам, що кредитують високоефективні інвестиційні проекти, спрямовані на освоєння нових технологій та інвестицій, закупівлю імпортного обладнання, забезпечити пріоритетність виділення кредитних ресурсів у повному обсязі й на пільгових умовах рефінансування (на рівні 50 % від діючої ставки НБУ з наступним коригуванням її у разі зміни), обумовити можливість часткового забезпечення і гарантій держави під такі пільгові кредити;
- поступово зменшити адміністративний контроль за діяльністю банків у валютній сфері, полегшити доступ комерційних банків до валютних коштів паралельно із удосконаленням нагляду за проведенням ними валютних операцій, у тому числі послабити обмеження щодо надання валютних кредитів за умови спрямування їх на інноваційно-інвестиційні цілі;
- спростити процедуру отримання та оформлення кредитів, чому сприятиме створення повноцінно функціонуючого кредитного бюро, яке б акумулювало в себе інформацію про потенційних кредиторів.

Враховуючи визначені проблеми, для запобігання розвитку негативних економічних тенденцій НБУ необхідно, на нашу думку, вжити таких заходів макроекономічної стабілізації:

1. Поступово підвищити гнучкість валютного курсу, після чого перейти до монетарної політики, заснованої на таргетуванні інфляції, чітко визначити середньострокові цілі щодо її рівня нижче 5 %.
2. Зберегти стабільність грошової одиниці шляхом підтримування такої динаміки монетарних агрегатів, яка водночас задовольняє попит на гроші і не створює загрози для значної зміни цін.

3. Регулярно публікувати звіт про інфляцію з прогнозним макроекономічним аналізом.
4. Скасувати податок на операції з іноземною валютою задля поглиблення ринку іноземної валюти.
5. Перейти до фінансування бюджетного дефіциту шляхом внутрішніх запозичень і розробити механізми для формування більш розвиненого та ліквідного внутрішнього ринку цінних паперів.
6. Посилити незалежність Національного банку України шляхом збільшення терміну перебування на посаді Голови НБУ до 8 років та унеможливлення його звільнення за політичними мотивами [90, с. 21].

Отже, застосування інструментів монетарного регулювання має бути спрямоване на забезпечення стійкості ринкових механізмів і фінансових ринків з метою досягнення балансу між ефективною дією ринкових законів і довгостроковою стабільністю. В Україні цього балансу поки що не знайдено через значний ступінь зарегульованості валютно-грошової сфери.

ВИСНОВКИ ДО 3 РОЗДІЛУ

Дослідження існуючої практики та теоретичних досліджень дозволило визначити основні напрями вдосконалення механізму грошово-кредитної політики в умовах стабілізації розвитку:

1. Мета монетарної політики повинна бути двоякою: підтримання низького рівня інфляції та одночасно стабільного валютного курсу.
2. Встановлення цільових орієнтирів відсоткових ставок і формування програми грошової пропозиції, яка відповідає величині попиту на гроші.
3. Підвищення рівня монетаризації національної економіки на неінфляційній основі через удосконалення структури грошової емісії; формування державних інститутів розвитку; рефінансування комерційних банків під заставу векселів виробничих підприємств.
4. Реформування банківської системи в межах програми її розвитку.
5. Підвищення ролі кредитного механізму в інвестуванні національної економіки шляхом збільшення рівня капіталізації банків внаслідок їх злиття або приєднання, запровадження механізму захисту прав кредиторів на основі створення ефективної системи кредитного гарантування.
6. Стимулювання банківських заощаджень населення через наближення української системи гарантування депозитів фізичних осіб до стандартів ЄС.

Також треба підкреслити, що основні напрями підвищення ефективності використання грошово-кредитних засобів безпосередньо залежать від ефективності та раціональності обраної монетарної політики країни. Складаючи план застосування інструментів монетарної політики на наступні роки, слід враховувати специфіку взаємозв'язку макроекономічних і монетарних параметрів, притаманну економіці на даному етапі її розвитку, враховувати розвиток економіки, що органічно пов'язаний із певним рівнем інфляції, поєднувати підтримання динамічного розвитку і структурної перебудови економіки з підвищенням життєвого рівня та добробуту населення. Необхідно проводити заходи щодо забезпечення стабільності гривні як монетарної передумови і фактора економічного зростання на інвестиційно-інноваційній основі з урахуванням можливих коливань зовнішньої та внутрішньої кон'юнктури і змін в інституційному середовищі, тому що стабільність грошової одиниці включає (як свої складові) внутрішню і зовнішню стабільність, яка відображається в динаміці інфляції та обмінного курсу.

Проведений аналіз кредитного забезпечення інноваційної діяльності в Україні дозволив визначити, що задля розвитку інноваційної потенціалу і використання наявних кваліфікованих трудових ресурсів необхідно насамперед забезпечити пільгові умови кредитування інноваційних проектів, які необхідно підтримувати шляхом зменшення податкового навантаження на інноваційно спрямовані суб'єкти господарювання та банки, які здійснюють їх пільгове кредитування.

Іншим важливим напрямом розвитку вітчизняної грошово-кредитної та фінансової політики є адаптація її засобів в цілому до вимог інноваційно-інвестиційної моделі економіки та запровадження комплексу заходів, спрямованих на нарощування обсягів довгострокового кредитування інноваційних суб'єктів господарювання; збільшення обсягів державного фінансування НДДКР; активну підтримку грошово-кредитних і фінансових засобів немонетарними інструментами стимулювання інноваційної діяльності; впровадження інноваційних технологій монетарного регулювання економіки. Тобто стимулювання інноваційної діяльності в Україні можливе тільки за умови, що це стане однією із пріоритетних цілей грошово-кредитної політики.

Сучасна грошово-кредитна політика країни здійснюється на базі аналізу макроекономічної та фінансової ситуації, моделюванні процесів, які відбуваються на грошово-кредитному ринку, і прийняття на цій основі монетарних рішень. У роботі було проведено математичне обґрунтування та комп'ютерне забезпечення аналізу взаємозв'язку між емісійними, інфляційними процесами та сеньйоражем.

Як екзогенні змінні в моделі використовуються грошова база та індекс цін, а умовою стабільності інфляційних очікувань розглядається

рівність очікуваної та існуючої інфляції. Результатом проміжних розрахунків є значення реальних грошей і сеньйоражу. Темпи зростання грошової маси підраховуються на основі статистичних даних.

Таким чином, використовуючи розроблене в роботі комп'ютерне забезпечення, можна:

- провести попередній аналіз емісійних показників, тобто розрахувати темпи зростання грошової маси та реальних грошей;
- проаналізувати їх вплив на сеньйораж;
- отримати параметри оптимального сеньйоражу і, навпаки, виходячи із вимушеного сеньйоражу, визначити показники темпів зростання грошової маси, реальних грошей та інфляції.

Результати комп'ютерного моделювання можуть бути використані при формуванні кредитно-грошової політики країни. Проведений графічний аналіз підтвердив якість отриманих результатів.

Дослідження особливостей адаптації інструментів грошово-кредитної політики в економіці України дозволило сформулювати висновок, що ефективність грошово-кредитної політики залежить не тільки від того, за допомогою яких інструментів здійснюється вплив на грошово-кредитну систему, але й від умов функціонування і стану економіки в цілому. За роки незалежності структура української економіки не тільки не наблизилася до ринкових стандартів розвинутих країн, а навпаки – погіршилася, навіть порівняно зі структурою економіки колишнього СРСР. Зупинити таку ситуацію заходами грошово-кредитної політики не вдається. У світовій практиці для вирішення таких завдань вдаються до заходів так званої структурної політики, яку держава проводить паралельно із грошово-кредитною, координуючи регулятивні заходи у виробничій і монетарній сферах.

Застосування інструментів монетарного регулювання має бути спрямоване на забезпечення стійкості ринкових механізмів і фінансових ринків з метою досягнення балансу між ефективною дією ринкових законів і довгостроковою стабільністю. В Україні цього балансу поки що не знайдено через значний ступінь зарегульованості валютно-грошової сфери. Проте в цілому монетарна політика не є достатньою умовою для економічного зростання. Ефективна грошово-кредитна політика НБУ може створювати необхідні умови для досягнення основних цілей економічної політики держави. Часто монетарними інструментами можна досягнути відносної фінансової стабільності на короткостроковий період. Для радикальних змін необхідна реконструкція промислового й аграрного секторів України, реформування вітчизняної податкової системи, проведення приватизації, розвиток ринкової інфраструктури тощо.

ВИСНОВКИ

Процес трансформації в перехідних економіках передбачає створення грошово-кредитної системи, що відповідає потребам розвитку ринкової економіки, забезпечує ефективність виробництва та включення національної економіки в міжнародний поділ праці. З іншого боку, в умовах ринкової економіки особливого значення набувають важелі непрямого впливу держави на економіку, серед яких методи монетарної політики посідають провідне місце. Відповідно грошово-кредитна політика держави набирає нових форм та якості, і одним із пріоритетних завдань ринкових реформ стає формування ефективної системи грошово-кредитного регулювання, що дає можливість прискорити вирішення проблем фінансової стабільності, стимулювання інвестиційної активності, підвищення конкурентоспроможності вітчизняних виробників, забезпечення економічного зростання, покращення рівня життя населення. Головним результатом функціонування грошової системи економіки є розробка та реалізація визначеної грошово-кредитної політики. Позитивний вплив цієї політики на розвиток економіки визначає ефективність самої грошової системи.

Грошово-кредитне регулювання необхідно розглядати як систему заходів у галузі грошового обігу та кредиту, спрямованих на регулювання процентної ставки, норм обов'язкового резервування, проведення операцій з цінними паперами на відкритому ринку, рефінансування банків, а також управління золотовалютними резервами, регулювання імпорту та експорту капіталу з метою забезпечення сталого економічного зростання, зниження рівня безробіття, забезпечення ефективної зайнятості, врівноваження платіжного балансу та зменшення інфляційних процесів.

Ключові завдання грошово-кредитної політики є похідними від загальнодержавних цілей. Тому надзвичайно важливим питанням реалізації грошово-кредитної політики є вирішення проблеми вибору оптимального напрямку використання грошово-кредитних засобів у загальнодержавній стратегії економічного розвитку.

Роль грошово-кредитних відносин в умовах перехідної економіки є великою не лише порівняно із адміністративно-командною, але й розвинутою ринковою системою, що визначається особливостями становлення ринкових інститутів і значенням грошово-кредитних важелів для регулювання економічних процесів. Інституційну основу відносин утворюють банки, суть яких необхідно розглядати на основі діалектичного підходу через складний багатоетапний аналіз: як інститутів, що

здійснюють певний набір операцій, як суб'єкта економічних відносин, зміст діяльності якого відображають притаманні йому базові функції, та як складової національної економіки, що реалізує грошово-кредитне посередництво для неперервності суспільного відтворення.

Основою оптимальної організації грошово-кредитних відносин є діяльність банківської системи, сферу функціонування якої у відповідних стосунках із суб'єктами ринку доцільно розглядати в рамках певного механізму. Банківський механізм організації грошово-кредитних відносин являє собою сукупність організаційно-економічних заходів, що формують умови й порядок дій інститутів банківської системи з управління грошово-кредитними відносинами на макроекономічному рівні, їх реалізації між економічними агентами на мікроекономічному рівні, а також підтримання стабільності банківської системи для ефективної організації грошово-кредитних відносин на макро- і мікрорівнях.

Аналіз реалізації грошово-кредитної політики після проголошення незалежності України дає підстави зробити такі висновки:

- грошово-кредитна політика в Україні в різні періоди розвитку економіки здійснювалась адекватно тим процесам, які відбувались у сфері макроекономіки, фіскальної і структурної реформ;
- в Україні застосовується різноплановий монетарний устрій, реалізація грошово-кредитної політики забезпечується змішаним методом;
- ефективність монетарної політики пов'язана з динамікою цін, обсягами виробництва, рівнем зайнятості, курсової стабільності;
- валютно-курсова політика НБУ, як найефективніша складова монетарної політики, сприяла активному насиченню економіки грошима й забезпечила підвищення рівня монетизації;
- ефективна монетарна політика дала змогу накопичити значні обсяги золотовалютних резервів, що стало суттєвим фактором забезпечення макроекономічної стабільності й дало змогу НБУ у кризові періоди долати ажіотажний попит на валютному ринку;
- монетарна політика сприяла забезпеченню стабільності національної валюти, що є надзвичайно важливим в умовах залежності економіки від зовнішньоекономічної кон'юнктури;
- реальним підґрунтям для економічного зростання та стабілізації на грошово-кредитному сегменті ринку є не грошово-кредитна політика, а створення конкурентоспроможної економіки і пошук суб'єктами господарювання власних ніш як основи для підвищення попиту економіки на гроші.

Дослідження існуючої практики та їх результати дозволяють визначити основні напрями вдосконалення механізму грошово-кредитної політики в умовах стабілізації розвитку:

- мета монетарної політики повинна бути двоякою: підтримання низького рівня інфляції і одночасно стабільного валютного курсу;
- встановлення цільових орієнтирів відсоткових ставок і формування програми грошової пропозиції, яка відповідає величині попиту на гроші;
- підвищення рівня монетаризації національної економіки на неінфляційній основі через удосконалення структури грошової емісії; формування державних інститутів розвитку; рефінансування комерційних банків під заставу векселів виробничих підприємств;
- реформування банківської системи в межах програми її розвитку;
- підвищення ролі кредитного механізму в інвестуванні національної економіки шляхом збільшення рівня капіталізації банків внаслідок їх злиття або приєднання, запровадження механізму захисту прав кредиторів на основі створення ефективної системи кредитного гарантування;
- стимулювання банківських заощаджень населення через наближення української системи гарантування депозитів фізичних осіб до стандартів ЄС.

Застосування інструментів монетарного регулювання має бути спрямоване на забезпечення стійкості ринкових механізмів і фінансових ринків з метою досягнення балансу між ефективною дією ринкових законів і довгостроковою стабільністю.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Активізація методів фінансово-кредитного регулювання інноваційної діяльності [Електронний ресурс] / Г. Т. Пальчевич. – Режим доступу : http://mconconference.org.ua/download/files/Palchevich_Galmadok.pdf.
2. Аналітичний огляд. Оцінка стану платіжного балансу України у січні-листопаді 2008 року (за попередніми даними) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://www.bank.gov.ua/Balance/2008_RB/State_2008_pr.pdf. – 12.02.2009. – Загол. з екрана.
3. Бекетов, Н. В. Денежно-кредитное регулирование в России: основные ориентиры [Текст] / Н. В. Бекетов, А. И. Черная // Финансы и кредит. – 2008. – № 2. – С. 2–7.
4. Бердашкевич, А. П. О поддержке инновационной деятельности в Японии / А. П. Бердашкевич // Инновации. – 2002. – № 37(54). – С. 77–79.
5. Береславська, О. Доларизація в Україні та шляхи її подолання [Текст] / О. Береславська // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 10. – С.10–13.
6. Блауг, М. Экономическая мысль в ретроспективе [Текст] / М. Блауг. – М. : Дело Лтд, 1994. – 687с.
7. Бобик, О. Оптимум чи одіум [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.pravda.com.ua/news/2008/4/18/74870.htm>. – 18.04.2008. – Заголовок з екрана.
8. Брагинский, С. Кредитно-денежная политика в Японии [Текст] / С. Брагинский. – М. : Наука, 1989. – С. 20–23.
9. Бурлачков, В. К. Денежная теория и динамичная экономика: выводы для России [Текст] / В. К. Бурлачков. – М. : Эдиториал УРСС, 2003. – 352 с.
10. Бурлачков, В. Теоретичні основи грошово-кредитної політики та світова фінансова криза [Текст] / В. Бурлачков // Економіка України. – 2009. – № 2. – С. 49–59.
11. Бут, А. П. Банківське фінансування інноваційних фірм: міжнародний досвід та його використання в Україні [Текст] / А. П. Бут // Формування ринкових відносин в Україні. – 2006. – № 6. – С. 97–100.
12. Вимоги банків за кредитами, наданими в економіку України [Текст] // Бюлетень НБУ. – 2007. – № 7.
13. Влияние финансового кризиса на кредитование банками реального сектора экономики [Электронный ресурс] / В. А. Пономарева // Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера // Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского

государственного университета. – Режим доступа : <http://koet.syktsu.ru/vestnik/2008/2008-4/5/5.htm>.

14. Внотченко, Н. М. Грошово-кредитна політика України та перспективи її розвитку [Електронний ресурс] // Матеріали IV Всеукраїнської науково-практичної інтернет-конференції. Соціум. Наука. Культура. 29-31 січня 2008 р. – Режим доступа : <http://intkonf.org/vnotchenko-nm-groshovo-kreditna-politika-ukrayini-ta-perspektivi-yiyi-rozvitku/>.
15. Возможности и перспективы диверсификации экономики России в инновационные сферы предпринимательской деятельности в период мирового финансового кризиса [Электронный ресурс] / С. Ю. Кожевникова, О. М. Ермоленко // Сборник научных статей “Социально-экономическое положение России в новых геополитических и финансово-экономических условиях: реалии и перспективы развития”. – 2008. – № 5. – С. 32. – Режим доступа : <http://www.ibl.ru/konf/041208/12.html>.
16. Гагунін, В. Д. Монетарна політика в трансформаційній економіці: довіра, стратегія, механізми реалізації [Текст] : монографія / В. Д. Гагунін, Т. О. Кричевська. – К. : Київський національний торговельно-економічний університет, 2004. – 269 с.
17. Гальчинський, А. Монетарна складова стратегії економічного розвитку [Текст] / А. Гальчинський // Економіка України. – 2002. – № 7. – С. 7.
18. Гальчинський, А. Стабілізація гривні: проблеми та перспективи [Текст] / А. Гальчинський // Вісник НБУ. – 2002. – № 7. – С. 9–13.
19. Геєць, В. Макроекономічна оцінка грошово-кредитної та валютно-курсової політики України до і під час фінансової кризи [Текст] / В. Геєць // Економіка України. – 2009. – № 2. – С. 5–23.
20. Герасеменко, В. В. Становление финансовой системы России: проблемы практики и теории [Текст] / В. В. Герасеменко // Вестник Моск. ун-та. – 2004. – № 3. – С. 107–113. – Серия 6. Экономика.
21. Головнін, М. Вплив фінансової глобалізації на грошово-кредитну політику: теоретичні аспекти і реакція на фінансові кризи [Текст] / М. Головнін // Економіка України. – 2009. – № 2. – С. 67–78.
22. Гош, О. Гроші в системі економічних відносин / О. Гош // Економічні науки. – 2001. – С. 51–58.
23. Гребеник, Н. Основні віхи у формуванні та проведенні грошово-кредитної (монетарної) політики в Україні [Текст] / Н. Гребеник // Вісник НБУ. – 2007. – № 5. – С. 12–22.
24. Гриценко, А. Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики [Текст] / А. Гриценко, Т. Кричевська // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 7. – С. 8–23.

25. Гриценко, А. Інститут таргетування інфляції: зарубіжний досвід і перспективи запровадження в Україні [Текст] : наукова доповідь / А. А. Гриценко, Т. О. Кричевська, О. І. Петрик / Інститут економіки та прогнозування НАН України. – К., 2008. – С. 6. – ISBN 978-966-02-4719-2.
26. Гриценко, А. Концептуальні засади переходу до нової парадигми монетарної політики [Текст] / А. Гриценко // Економіка України. – 2009. – № 2. – С.38.
27. Гроші в Україні: факти і документи [Текст]. – К. : ARC-Ukraine, 1998. – 455 с. – ISBN 966-7127-15X.
28. Гудзевич, Я. Розвиток інституційної основи грошово-кредитної політики в Україні [Текст] / Я. Гудзевич // Вісник НБУ. – 2006. – № 6. – С. 27–29.
29. Дані офіційного сайту Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.bank.gov.ua.
30. Демківський, А. В. Гроші та кредит [Текст] / А. В. Демківський. – К. : Дакор. К. : Вира-Р, 2003. – 528 с.
31. Державна інноваційна фінансово-кредитна установа [Електронний ресурс] / Державне агентство України з інвестицій та інновацій. – Режим доступу : <http://www.in.gov.ua/index.php?lang=ua&get=182>. – 5.02.2009. – Загол. з екрана.
32. Державні важелі регулювання інвестиційної діяльності [Електронний ресурс] / І. В. Фурман // Всеукраїнська науково-практична інтернет-конференція. – Режим доступу : <http://intkonf.org/furman-iv-derzhavni-vazheli-regulvuvannva-investitsiynoyi-divalnosti>.
33. Деякі про пріоритети бюджетного кредитування інноваційних та інвестиційних проектів на 2007 рік [Електронний ресурс] / М. Стеблинський // УКРІНФОРМ: Ділова Україна. – Режим доступу : <http://project.ukrinform.ua/komentar.shtml>. – 19.04.2007. – Загол. з екрана.
34. Дзюблюк, О. Грошова система України: глобалізаційні фактори впливу [Текст] / О. Дзюблюк // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 7. – С. 14–22.
35. Дзюблюк, О. В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах ринкового реформування економіки [Текст] : монографія. – К. : Поліграфкнига. – 2000. – 256 с.
36. Дзюблюк, О. Стратегія монетарної політики Національного банку України та її вплив на економічний розвиток [Текст] / О. Дзюблюк // Вісник НБУ. – 2008. – № 1. – С. 8–15.
37. Економічні проблеми ХХІ століття: міжнародний та український виміри [Текст] : монографія / Тернопільський національний

- економічний ун-т ; ред. С. І. Юрій, Є. В. Савельєв. – К. : Знання, 2007. – С. 411–431. – 595 с. – ISBN 978-966-346-364-3.
38. Євтух, О. Т. Гроші як соціально-економічне явище [Текст] / О. Т. Євтух // Банківська справа. – 2006. – № 1. – С. 64–74.
39. Єрофеева, Т. А. Грошово-кредитна політика в умовах стабілізації економічного розвитку України [Текст] / Т. А. Єрофеева // Наукові записки. Національний університет “Києво-Могилянська академія” : у 3-х ч. – Ч. 2 : Суспільні науки / НаУКМА ; редкол. : В. Брюховецький та ін. – К., 2003. – Т. 22. – С. 334–337.
40. Ершов, М. Актуальные проблемы российской денежно-кредитной политики [Текст] / М. Ершов // Российский экономический журнал. – 2006. – № 7. – С. 3–10.
41. Званська, В. А. Особливості монетарної політики НБУ в умовах трансформаційної економіки України [Текст] / В. А. Званська // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. – Суми : УАБС НБУ, 2006. – Т. 15. – С. 230–239.
42. Зінько, Н. Банківські джерела фінансування інноваційних проєктів (на прикладі комерційних банків США та Європи) [Текст] / Н. Зінько // Регіональна економіка. – 2005. – № 3. – С. 188–193.
43. Зянько, В. Монетарні інструменти макроекономічного регулювання і їх застосування Національним банком України [Текст] / В. В. Зянько, О. В. Лук’янова // Вісник Вінницького політехнічного інституту. – 2008. – № 2. – С. 31–35.
44. Инновационная политика в развитых странах мира [Электронный ресурс] / М. А. Мустафин // Банки Казахстана. – № 2. – 2008. – С. 29–31. – Режим доступа : <http://www.bankclub.ru/files/case-study/mustafin.pdf>.
45. Інноваційна діяльність промислових підприємств у 2007 році [Електронний ресурс] / Державне агентство України з інвестицій та інновацій. – Режим доступу : <http://www.in.gov.ua/index.php?get=211-5.02.2009>. – Загол. з екрана.
46. Інноваційна стратегія українських реформ [Текст] / А. С. Гальчинський, В. М. Геєць, А. К. Кінах, В. П. Семиноженко. – К. : Знання України, 2004. – 338 с. – ISBN 966-95920-3-8.
47. Калечиц, С. В. Совершенствование денежно-кредитной политики в странах с переходной экономикой: выбор эффективного режима или повышение эффективности выбранного режима? [Электронный ресурс] С. В. Калечиц, Н. Н. Колотончик. – Режим доступа : <http://www.nbrb.by/publications/Conferences/II/21.pdf>. – 29.05.2008. – Загл. с экрана.

48. Кейнс, Дж. Общая теория занятости, процента и денег [Текст] / Дж. Кейнс. – М. : Прогресс, 1978. – 494 с.
49. Козюк, В. Глобальноцентричний погляд на монетарну політику [Текст] / В. Козюк // Вісник Національного банку України. – 2008. – № 11. – С. 40–46.
50. Коржов, А. И. Денежно-кредитные механизмы привлечения долгосрочных инвестиций в Казахстан [Текст] / А. И. Коржов // Финансы. – 2007. – № 6. – С. 64–68.
51. Корищенко, К. Инфляционное таргетирование в странах с переходной экономикой: условия введения и особенности реализации [Текст] / К. Корищенко // Экономические науки. – 2004. – № 7. – С. 5.
52. Костіна, Н. І. Гроші та грошова політика [Текст] : навч. посібник для вищих закладів освіти / Н. І. Костіна. – К. : НІОС. – 2001. – 324 с.
53. Кричевська, Т. Організаційні форми взаємодії глобального і суверенного монетарного простору: висновки для політики [Текст] / Т. Кричевська // Економіка України. – 2009. – № 2. – С. 86–95.
54. Кузнецов, О. Стратегічний вибір НБУ [Текст] / О. Кузнецов // Бюлетень експертно-аналітичного центру з питань грошово-кредитної політики Ради НБУ. – 2002. – № 1. – С. 12.
55. Леонтьев, Л. И. Опыт стимулирования инновационной деятельности за рубежом [Текст] / Л. И. Леонтьев // Инновации. – 2003. – № 4(61). – С. 11–13.
56. Лисенков, Ю. М. Грошово-кредитні системи зарубіжних країн [Текст] : навчальний посібник / Ю. М. Лисенков, Т. А. Коротка. – К. : Зовнішня торгівля, 2005. – 118 с.
57. Любський, М. Трансмісійний механізм грошово-кредитної політики: сутність і роль у сучасній економіці [Текст] / М. Любський // Економіка України. – 2009. – № 2. – С. 82–85.
58. Лютий, І. О. Грошово-кредитна політика та особливості її реалізації в Україні [Текст] / І. О. Лютий // Фінанси України. – 2000. – № 1. – С. 20–25.
59. Мазаракі, А. Феномен грошей в контексті “Філософії господарства” [Текст] / А. Мазаракі, В. Ільїн // Вісник КНТЕУ. – 2005. – № 1. – С. 76–88.
60. Макаренко, М. І. Гроші та ціни в кількісній теорії [Текст] / М. І. Макаренко. – Суми : Ініціатива, 2001. – 61 с.
61. Макаренко, М. І. Зближення монетарних стратегій центральних банків як прояв фінансової глобалізації [Текст] / М. І. Макаренко // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України. – Суми : УАБС, 2006. – Т. 18. – С. 13–20.

62. Мамедов, З. Ф. Основные тенденции развития денежно-кредитной системы Азербайджана [Текст] / З. Ф. Мамедов // Финансы и кредит. – 2008. – № 4. – С. 66–80.
63. Михайлівська, О. В. Світовий досвід державної підтримки інноваційних процесів [Текст] / О. В. Михайлівська // Актуальні проблеми економіки. – 2005. – № 11(530). – С. 101–109.
64. Міщенко, В. Доларизація: причини та наслідки для економіки України [Текст] / В. Міщенко, А. Сомик // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 5. – С. 28–31.
65. Моисеев, С. Политэкономия финансовой репрессии [Текст] / С. Моисеев // Вопросы экономики. – 2002. – № 12. – С. 45–46.
66. Моисеев, С. Р. Формализация, макроэкономика и денежно-кредитная политика [Текст] / С. Р. Моисеев // Финансы и кредит. – 2007. – № 3. – С. 22–32.
67. Монетарний огляд за 2008 рік НБУ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : bank.gov.ua/Publication/Analytical/Mon_review/2008/2008.pdf.
68. Мочерный, С. В. Основы экономической теории [Текст] : [учебн.] / С. В. Мочерный, В. К. Симоненко, В. В. Секретарюк, А. А. Устенко. – К. : Знання, КОО, 2000. – 607 с.
69. Нікіфоров, П. Монетарна політика в системі економічної політики держави: теоретичні підходи та прикладні аспекти [Текст] / П. Нікіфоров // Економіка України. – 2001. – № 10. – С. 25–30.
70. Ніконенко, У. М. Вплив інструментів грошово-кредитної політики на стан грошово-кредитного ринку [Текст] / У. М. Ніконенко // Формування ринкових відносин в Україні. – 2007. – № 7. – С. 52–56.
71. Онікієнко, В. В. Інноваційна парадигма соціально-економічного розвитку України [Текст] / В. В. Онікієнко, Л. М. Ємельяненко, І. В. Терон. – К. : РВПС НАН України, 2006. – 480 с. – ISBN 966-96637-1-7.
72. Оніщук, М. Бюджетний процес і грошово-кредитна політика Національного банку України: економіко-правові нотатки / М. Оніщук // Голос України. – 2006. – 27 жовтня. – С. 4.
73. Основні засади грошово-кредитної політики на 2002 рік [Текст] // Вісник НБУ. – 2001. – № 10. – С. 2–4.
74. Основні засади грошово-кредитної політики Національного банку України на 1999 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
75. Основні засади грошово-кредитної політики [Текст] // Урядовий кур'єр. – 2001. – № 173. – С. 7.
76. Основні напрями грошово-кредитної політики на 1993 рік [Текст] // Вісник НБУ. – 2007. – № 5. – С. 20–22.

77. Панчишин, С. М. Монетарна політика в Україні в умовах переходу до ринку [Текст] / С. М. Панчишин, Н. О. Тушницький // Економіка України: десять років реформ. – Львів : ЛНУ ім. Івана Франка, 2001. – С. 379–406.
78. Патинкин, Д. Деньги, процент и цены: соединение теории денег и теории стоимости [Текст] / Д. Патинкин. – М. : Экономика, 2004. – 374 с.
79. Перепьолкіна, О. О. Вибір оптимального режиму монетарного устрою в Україні [Текст] / О. О. Перепьолкіна // Формування ринкових відносин в Україні. – 2005. – № 12. – С. 34–37.
80. Петрик, О. Історія монетарного розвитку в Україні [Текст] / О. Петрик // Вісник НБУ. – 2007. – № 1. – С. 2–16.
81. Підвисоцький, Р. Глобалізація: нестандартні рішення для подолання нових викликів [Текст] : Нотатки конференції / Р. Підвисоцький // Вісник Національного банку України. – 2008. – № 11. – С. 36–39.
82. Платіжний баланс і зовнішній борг України I півріччя 2008 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
83. Положення про механізми рефінансування комерційних банків України [Текст]. Затверджене постановою Правління НБУ від 15.12.2000 № 484 // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – 2001. – Випуск 2. – С. 4–35.
84. Поплюйко, Я. В. Доларизація економіки України: статистичні оцінки [Текст] / Я. В. Поплюйко // Статистика України. – 2008. – № 2. – С. 44–47.
85. Про доповідь Президента України “Про основні засади економічної та соціальної політики” [Текст] : постанова від 19.10.94 № 216/94-ВР [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.uarpravo.net/data2008/base63/ukr63762/index.htm> – Загол. з екрана.
86. Про грошову реформу в Україні : Указ Президента України від 25 серпня 1996 р. № 762/96 [Електронний ресурс] / Сайт Верховної Ради України. – Режим доступу : <http://www.rada.kiev.ua>.
87. Про Національний банк України: Закон України № 679-XIV від 20 травня 1999 р. [Текст] // Законодавчі і нормативні акти з банківської діяльності. – 2007. – Випуск 11. – С. 21–44.
88. Пшик, Б. І. Шляхи розвитку фінансово-кредитного забезпечення інноваційних процесів в Україні [Текст] / Б. І. Пшик, В. Т. Сухаревич // Регіональна економіка. – 2008. – № 2. – С. 145–151.
89. Райзберг, Б. А. Курс економіки [Текст] : [учебн.] / Б. А. Райзберг. – М. : ИНФРА-М, 1997. – 720 с.
90. Рекомендації щодо економічних та інституційних реформ [Текст]. – К. : Аналітично-дорадчий центр блакитної стрічки, 2007. – С. 21.

91. Репина, Е. О. Стратегические ориентиры денежно-кредитной политики РФ при переходе к инновационному типу развития [Текст] : автореф. дис. на соискание уч. степени канд. экон. наук : спец. 08.00.05 “Экономика и управление народным хозяйством (макроэкономика)” / Репина Елена Олеговна. – СПб., 2008. – 19 с.
92. Рисін, М. В. Економічна сутність довгострокового кредиту та його функції [Текст] / М. В. Рисін // Регіональна економіка. – 2008. – № 1. – С. 190–197.
93. Рогова, О. Денежно-кредитная политика, деформации денежно-кредитной системы [Текст] / О. Рогова, В. Храменков // Экономист. – 2003. – № 3. – С. 41–55.
94. Савлук, М. Грошово-кредитна політика Національного банку України та оцінка її ефективності [Текст] / М. Савлук // Вісник Національного банку України. – 1999. – № 1. – С. 3–7.
95. Савченко, А. Стратегічні цілі монетарної політики: проблеми теорії та методології [Текст] / А. Савченко // Економіка України. – 2007. – № 5. – С. 4–11.
96. Семенов, С. О классификации методов денежно-кредитной политики [Текст] / С. Семенов // Финансы и кредит. – 2005. – № 27. – С. 18–23.
97. Сенчагов, В. Цілі й інструменти грошово-кредитної політики в умовах зростання структурних дисбалансів економіки та посилення дестабілізуючого впливу зовнішніх факторів [Текст] / В. Сенчагов, Д. Плисецький // Економіка України. – 2009. – № 2. – С. 43.
98. Сергиенко, Я. Проблемы финансирования инновационного процесса [Текст] / Я. Сергиенко, А. Френкель, Г. Чубаков // Экономист. – 2006. – № 11. – С. 41–51.
99. Скрипник, А. В. Державне регулювання економіки (податки, бюджет, корупція, вибори) [Текст] / А. В. Скрипник // Київ : ЦНЛ. – 2002. – С. 181–195.
100. Сомик, А. В. Особливості грошово-кредитної політики центрального банку Вірменії [Текст] / А. В. Сомик, С. О. Ніколаєва // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України : збірник наукових праць. – Суми : УАБС НБУ, 2007. – Вип. 21. – 344 с.
101. Соціально-політична ситуація в Україні: поступ п'яти років [Текст] : монографія / В. Г. Кремінь, Д. М. Безлюда, В. Д. Бондаренко [та ін.]. – К. : Національний інститут стратегічних досліджень, 1997. – 637 с.
102. Стельмах, В. С. Грошово-кредитна політика в Україні [Текст] / В. С. Стельмах, А. О. Єпіфанов, Н. І. Гребеник, В. І. Міщенко / за ред. В. І. Міщенка. – 2-ге вид., перероб. і доп. – К. : Знання, КОО, 2003. – 421 с. – ISBN 966-620-171-2.

103. Стельмах, В. Модель монетарного устрою “Currency board”: “за” чи “проти” [Текст] / В. Стельмах, О. Петрик // Вісник НБУ. – 2000. – № 3. – С. 2–6.
104. Стратегічні виклики XXI століття суспільству та економіці України [Текст] : в 3 т. Т. 2: Конкурентоспроможність економіки / за ред. акад. НАН України В. М. Гейця, акад. НАН України В. П. Семиноженка, чл.-кор. НАН України Б. Є. Кваснюка. – К. : Ін-т екон. та прогн. НАН України, Фенікс, 2007. – 556 с. – ISBN 978-966-651-442-7.
105. Сухарев, О. С. Актуальные вопросы денежно-кредитной политики [Текст] / О. С. Сухарев, А. М. Курьянов // Финансы. – 2007. – № 9. – С. 55–59.
106. Сухоруков, А. Антикризова політика розвинутих країн [Текст] / А. Сухоруков // Економіка України. – 2004. – № 8. – С. 16–27.
107. Унковська, Т. Є. Трансмісійний механізм монетарної політики в контексті економічного зростання [Текст] / Т. Є. Унковська // Економіка і прогнозування. – 2004. – № 1. – С. 89–100.
108. Фетисов, Г. Г. Монетарная политика и развитие денежно-кредитной системы России [Текст] / Г. Г. Фетисов. – М. : Экономика. – 2006. – 509 с.
109. Фетисов, Г. Региональные особенности развития денежно-кредитной системы России и необходимость их учета в монетарной политике [Текст] / Г. Фетисов // Российский экономический журнал. – 2006. – № 3. – С. 22–42.
110. Философский словарь [Текст] / под ред. И. Т. Фролова. – 4-е изд. – М. : Политиздат, 1980. – 444 с.
111. Фінансовий звіт Державного агентства України з інвестицій та інновацій за 2007 рік [Електронний ресурс] / Державне агентство України з інвестицій та інновацій. – Режим доступу : <http://www.in.gov.ua/index.php?lang=ua&get=89->. – 5.02.2009. – Загол. з екрана.
112. Фридмен, М. Количественная теория денег [Текст] / М. Фридмен. – М. : Эльф-Пресс, 1996. – С. 808.
113. Харрис, А. Денежная теория [Текст] / А. Харрис ; пер. с англ. – М. : Прогресс, 1990. – 752 с.
114. Центральний банк та грошово-кредитна політика [Текст] : [підручник] / А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна. – К. : КНЕУ, 2005. – 556 с.
115. Циганов, С. А. Шляхи підвищення ефективності грошово-кредитного регулювання економіки [Текст] / С. А. Циганов // Фінанси України. – 2000. – № 1. – С. 11–19.
116. Шипко, О. Інноваційне становище України: проблеми та перспективи [Текст] / О. Шипко // Вісник Національного банку України. – 2008. – № 2. – С. 20–24.

117. Школьник, І. О. Стратегія розвитку фінансового ринку України [Текст] : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня д-ра екон. наук: спец. 08.00.08 “Гроші, фінанси і кредит” / Школьник Інна Олександрівна. – Суми, 2008. – 36 с.
118. Шнирков, О. І. Європейський валютний союз [Текст] : навч. посіб. / О. І. Шнирков, О. В. Кузнецов, С. В. Кульпінський. – К. : Видавничо-поліграфічний центр “Київський університет”, 2001. – 198 с.
119. Юхименко. Історія новітніх економічних учень [Текст] / Юхименко ; за ред. А. А. Чухна. – 2-ге вид., доп. – Біла Церква : БДАУ, 2003.
120. Яременко, О. Структурно-інституційні ефекти монетарної політики в умовах фінансової нестабільності [Текст] / О. Яременко // Економіка України. – 2009. – № 2. – С. 61.
121. Andersen, Palle, and David Gruen. Macroeconomic Policies and Growth [Text] // Palle Andersen, Jacqueline Dwyer, and David Gruen, eds., Productivity and Growth, 279-319. Sydney: Reserve Bank of Australia. – 1995.
122. Archer, D: Implications of recent changes in banking for the conduct of monetary policy [Text] // BIS Papers. – 2006. – № 28, Bank for International Settlements.
123. Cagan. The monetary dynamics of hyperinflation. In Milton Friedman (ed) Studie of Quantity theory University of Chicago Press [Text] / Cagan. – 1956. – P. 135–154.
124. Domaç, Ilker. What triggers inflation in emerging market economies? [Text] / Ilker Domaç // Review of world economics. – 2005. – Volume 141. – № 1. – P. 141–157.
125. Dornbusch, R. Expectations and Exchange Rate Dynamics [Text] / R. Dornbusch // Journal of Political Economy 84: 1161–1176. – 1976.
126. Emerging Economies and the Transformation of International Business – Subhash Chandra Jain [Text] / Edward Elgar Publishing, 2006. – P. 384.
127. Emerging Economy Report, 2008 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.emergingeconomyreport.com/>.
128. Emerging Markets Monitor [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.emergingmarketsmonitor.com>. – 12.02.2009. – Загол. з екрана.
129. Emerging markets [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://en.wikipedia.org/wiki/Emerging_markets. – 10.02.2009. – Загол. з екрана.
130. Fleming, J. M. Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates [Text] / J. M. Fleming // IMF Staff Papers 9: 369–379. – 1962.

131. Frenkel, J. A. The Monetary Approach to the Balance of Payments [Text] / J. A. Frenkel, and H. G. (eds.) Johnson. (London: Allen and Unwin). – 1976. – P. 165–179.
132. IMF, World Economic Outlook, JP Morgan, Emerging markets debt and fiscal indicators [Text]. – 2006. – October; ECLAC; national data.
133. Inflation Targeting and the IMF [Электронный ресурс] IMF. Monetary and Financial Systems Department, Policy and Development Review Department, and Research Department. – 2006. – March 16. – P. 7–8. – Режим доступа : <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/031606.pdf>.
134. Jeffrey, D. Sachs. Macroeconomics in the global economy [Text] / D. Jeffrey Sachs. – Harvard University. – 1993. – 778 p.
135. Kenen, P. B. The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View [Text] in Mundell, R. A. and Swoboda, A. K. (eds.), Monetary Problems of the International Economy (Chicago: University of Chicago Press). – 1969. – P. 68–73.
136. Kouri, P. K. The Exchange Rate and the Balance of Payments in the Short Run and in the Long Run [Text] / P. K. Kouri // Scandinavian Journal of Economics 78: 280-304. – 1976.
137. Lucas, R. Tobin and Monetarism: A Review Article [Text] / R. Lucas // Journal of Economic Literature. – 1981. – Vol. XIX. – P. 561.
138. Lucas, R. Expectations and the Neutrality of Money [Text] / Lucas, Robert E., Jr // Journal of Economic Theory 4: 103-24. – 1972.
139. Lucas, Robert E., Jr) Some International Evidence on Output-Inflation Tradeoffs [Text] / Lucas, Robert E., Jr // American Economic Review 63: 326-34. – 1973.
140. Lucas, Robert E., Jr. Econometric Policy Evaluation: A Critique [Text] / Lucas, Robert E., Jr // The Phillips Curve and Labor Markets, Brunner K and Meltzer A eds. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 1: 19-46. – 1976.
141. McKinnon, R. I. Optimum Currency Areas [Text] / R. I. McKinnon // American Economic Review 53. – 1963. – P. 717–724.
142. Melzer, A. Monetary Reform in an Uncertain Environment [Text] A. Melzer // The Search for Stable Money / Ed. By J. Dorn and A. Schwartz, Chicago: University of Chicago Press. – 1987. – P. 203.
143. Mishkin, F. S. Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here? [Text] / F. S. Mishkin. – Working Paper. National Bureau of Economic Research, 2006. – September.
144. Mishkin, Frederic S. The Economics of Money, Banking, and Financial Markets [Text] / Frederic S. Mishkin. – 6th ed. Boston-Addison Wesley, 2001. – 780 p.

145. Mohanty, M. S., Tumer Ph. Monetary Policy Transmission in Emerging Market Economies: What is New? [Text] / Mohanty, M. S., Tumer Ph.
146. Mohanty, M. S. and P. Turner. Foreign exchange reserve accumulation in emerging markets: what are the domestic implications? [Text] / M. S. Mohanty, and P. Tumer // BIS Quarterly Review, Bank for International Settlements. – 2006. – September.
147. Monetary Theory [Text] / Ed. by R. W. Clower. – Harmondsworth. – 1969. – 236 p.
148. MSCI Barra [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.msibarra.com>. – 10.02.2009. – Загол. з экрана.
149. Mundell, R. A. The Monetary Dynamics of International Adjustment under Fixed and Flexible Exchange Rates [Text] / R. A. Mundell // Quarterly Journal of Economics 74: 227-257. – 1960.
150. Mundell, R. A. A Theory of Optimum Currency Areas [Text] / R. A. Mundell // American Economic Review 51: 657-665. – 1961.
151. Mundell, R. A. The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy for Internal and External Stability [Text] / R. A. Mundell, IMF Staff Papers 9: 70-79. – 1962.
152. Mundell, R. A. (1963a), Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates [Text] / R. A. Mundell // Canadian Journal of Economics 29: 475-485.
153. Mundell, R. A. International Economics [Text] / R. A. Mundell, (New York: Macmillan). – 1968. – P. 91–117.
154. Mundell, R. A. Monetary Theory [Text] / R. A. Mundell (Pacific Palisades: Goodyear). – 1971. – P. 191–203.
155. Obstfeld, M. Foundations of International Macroeconomics [Text] / M. Obstfeld, and Rogoff, K (Cambridge, MA: MIT Press). – 1996. – P. 249–287.
156. Scandinavian Journal of Economics 78 [Text]. – 1976. – № 2. – P. 51–63.
157. Sharmini, Coorey. Disinflation in Transition Economies: The Role of Relative Price Adjustment [Text] / Sharmini, Coorey, Mauro, Mecagni and Erik Offerdal // IMF Working Paper 96/138 (Washington: International Monetary Fund). – 1996. – P. 43–45.
158. Smithin, J. Controversies in Monetary Economics: ideas, issues and policy [Text] / J. Smithin. – Brookfield: Edward Elgar Publ. – 1994. – P. 4.
159. Stigliz, J. Towards a New Paradigm in Monetary Economics [Text] / J. Stigliz and B. Greenwald. – 1983. – P. 175.

Додаток А

1. Вибір програмних засобів

Для програмної реалізації математичних моделей було прийнято рішення використовувати програмне середовище розробки Delphi 7.

Таблиця А.1

Порівняння середовищ розробки

Назва середовища	Простота освоєння середовища	Безкоштовність	Розмір дистрибутиву	Компілятор
Visual Studio 2005	ні	ні	2 Гб	Net Framework 1.1/2.0
Delphi	так	ні	400 Мб	Delphi compiler

Перевага середовища розробки Delphi 7 в тому, що воно має менший розмір дистрибутиву, ніж Visual Studio 2005, при цьому дуже важливим фактором є те, що Delphi 7 простіший для освоєння. Ці факти роблять вибір даного середовища більш доцільним для рішення поставленої задачі.

2. Код розрахункової програми

```
unit Unit1;  
type mas=array[1..100] of real;  
type  
  TForm1 = class(TForm)  
    PageControl1: TPageControl;  
    TabSheet1, TabSheet2, TabSheet3, TabSheet4: TTabSheet;  
    StringGrid1, StringGrid3, StringGrid4: TStringGrid;  
    Label2, Label3, Label5, Label6, Label7, Label8, Label4: TLabel;  
    StaticText1, StaticText2, StaticText3, StaticText4, : TStaticText;  
    Panel1, Panel2, Panel3, Panel4: TPanel;  
    Label11, Label1, Label14, Label15, Label16, Label12: TLabel;  
    Label17, Label18, Label19, Label20, Label21, Label23: TLabel;  
    Label22, Label9, Label10, Label11, Label27, Label28: TLabel;  
    Edit1, Edit2, Edit3, Edit4, Edit5, Edit6, Edit7, Edit15, : TEdit;  
    Edit8, Edit9, Edit10, Edit11, Edit12, Edit13, Edit14, Edit16: TEdit;  
    Button1, Button2, Button3, Button4: TButton;  
    procedure Button1Click(Sender: TObject);  
    procedure Button2Click(Sender: TObject);  
    procedure Button3Click(Sender: TObject);  
    procedure Button4Click(Sender: TObject);  
  end;
```

```

var
  Form1: TForm1;
  n, i, gn: integer;
  sigma, a, s, sv, c, ms, infl, inflo, p, rlm: mas;
implementation
  uses Unit2, Unit3, Unit4;
  procedure TForm1.Button1Click(Sender: TObject);
  begin
    n:=8;
    ms[1]:=32070;
    ms[2]:=strtofloat(Edit1.Text);
    ms[3]:=strtofloat(Edit2.Text);
    ms[4]:=strtofloat(Edit3.Text);
    ms[5]:=strtofloat(Edit4.Text);
    ms[6]:=strtofloat(Edit5.Text);
    ms[7]:=strtofloat(Edit6.Text);
    ms[8]:=strtofloat(Edit7.Text);
    ms[9]:=strtofloat(Edit8.Text);
    p[1]:=110.6;
    p[2]:=strtofloat(Edit9.Text);
    p[3]:=strtofloat(Edit10.Text);
    p[4]:=strtofloat(Edit11.Text);
    p[5]:=strtofloat(Edit12.Text);
    p[6]:=strtofloat(Edit13.Text);
    p[7]:=strtofloat(Edit14.Text);
    p[8]:=strtofloat(Edit15.Text);
    p[9]:=strtofloat(Edit16.Text);
    for i:=2 to n+1 do
      begin
        infl[1]:=(p[1]-125.8)/p[1]*100;
        infl[i]:=(p[i]-p[i-1])/p[i]*100;
        inflo[i]:=infl[i-1];
        rlm[i-1]:=ms[i-1]/p[i-1];
      end;
    with StringGrid1 do
      for i:=1 to n do
        begin
          cells[0,0]:='№ года';
          cells[1,0]:='Инфляция';
          cells[2,0]:='Ож. инфляция';
          cells[3,0]:='Реальные деньги';
          cells[4,0]:='Денежная масса';
          cells[5,0]:='Индекс цен';
          StringGrid1.RowCount:=i;
          StringGrid1.Cells[0,i]:=inttostr(i);
          StringGrid1.Cells[1,i]:=FormatFloat('0.00',infl[i]);
          StringGrid1.Cells[2,i]:=FormatFloat('0.00',inflo[i]);
          StringGrid1.Cells[3,i]:=FormatFloat('0.00',rlm[i]);
          StringGrid1.Cells[4,i]:=FormatFloat('0.00',ms[i]);
        end;
      end;
  end;

```

```

StringGrid1.Cells[5,i]:=FormatFloat('0.00',p[i]);
end; end;
procedure TForm1.Button2Click(Sender: TObject);
begin
form4.show;
for i:=2 to 9 do
begin
form4.Series1.AddXY(ms[i]/1000,infl[i]/1000);
end; end;
procedure TForm1.Button3Click(Sender: TObject);
begin
for i:=2 to 9 do
begin
sigma[i-1]:=((ms[i]-ms[i-1])/ms[i-1])*100;
a[i-1]:=abs(1/sigma[i-1])*100;
sigma[8]:= 13.25;
end;
with StringGrid3 do
for i:=1 to 8 do
begin
cells[0,0]:='№ года';
cells[1,0]:='Sigma';
cells[2,0]:='a';
StringGrid3.RowCount:=i;
StringGrid3.Cells[0,i]:=inttostr(i);
StringGrid3.Cells[1,i]:=FormatFloat('0.00',sigma[i]);
StringGrid3.Cells[2,i]:=FormatFloat('0.00',a[i]);
end;
end;
procedure TForm1.Button4Click(Sender: TObject);
begin
for i:=2 to 9 do
begin
s[i-1]:=sigma[i-1]*rlm[i-1];
c[i-1]:=s[i-1]/(sigma[i-1]*exp(-a[i-1]*infl[i]));;
sv[i-1]:= c[i-1]*(sigma[i-1]*exp(-a[i-1]*infl[i]));
end;
with StringGrid4 do
for i:=1 to n do
begin
cells[0,0]:='№ года';
cells[1,0]:='Сеньйораж';
cells[2,0]:='Вынужденный сеньйораж';
StringGrid4.RowCount:=i;
StringGrid4.Cells[0,i]:=inttostr(i);
StringGrid4.Cells[1,i]:=FormatFloat('0.00',s[i]);
StringGrid4.Cells[2,i]:=FormatFloat('0.00',sv[i]);
end;end; end.

```

Наукове видання

Кривенко Лариса Володимирівна
Дутченко Олег Миколайович
Синюченко Майя Іванівна та ін.

ГРОШОВО-КРЕДИТНІ ЗАСОБИ РЕГУЛЮВАННЯ ЕКОНОМІКИ

Монографія

Редактор *Г.М. Нужненко*

Технічне редагування *І.О. Кругляк*

Комп'ютерна верстка і дизайн обкладинки *Н.А. Височанська*

Підписано до друку 26.05.2010. Формат 60x90/16. Гарнітура Times.
Обл.-вид. арк. 12,34. Умов. друк. арк. 13,25. Тираж 300 пр. Зам. № 952

Державний вищий навчальний заклад
“Українська академія банківської справи Національного банку України”
40030, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57
Свідоцтво про внесення до Державного реєстру видавців, виготівників
і розповсюджувачів видавничої продукції: серія ДК, № 3160 від 10.04.2008

Надруковано на обладнанні Державного вищого навчального закладу
“Українська академія банківської справи Національного банку України”
40030, м. Суми, вул. Петропавлівська, 57