

3. Steger U.: *Umweltmanagement: Erfahrungen und Instrumente einer umweltorientierten Unternehmensstrategie*, Wiesbaden 1993.
4. Ferguson J.T., Gray G. R.: *Environmental liability of brokers and other parties*, *Real Estate Law Journal*, 19. Jg. (1991), Heft 3.
5. Karlsson G. V.: *Understanding environmental site assessments*, *Bankers Magazine*, 173. Jg. (Nov./ Dez. 1990), Heft 6.
6. Pilko G.: *Audit now, or face toxic waste shock*, *ABA Banking Journal*, 80. Jg. (Okt. 1988), Heft 10.
7. Sondermann W. D.: *Kennen Sie das Umweltrecht in der Praxis?*, in: *Umwelt-Checklisten fr Manager*, Hrsg. M.Sietz und R. Michahelles, Taunusstein 1989.
8. Bunker T. M.: *Coming to terms with asbestos*, *Journal of Commercial Bank Lending*, 72. Jg. (April 1990), Heft 8.
9. Busch A. T.: *Plan for dealing with environmental risk in your loan portfolio*, *Commercial Lending Review*, 6. Jg. (Frhjahr 1991), Heft 2.
10. Kimball M. L.: *Environmental strategies for the real estate lender*, *Real Estate Finance*, 7. Jg. (Winter 1991), Heft 4.
11. Drebes G.: *Ökologische Risiken im Bereich der Kreditvergabe*, *Bankinformationen*, 19. Jg. (1992), Heft 8.
12. Nation G. A.: *Minimizing risk of loss from environmental laws*, *Banking Law Journal*, Jg. (Juli/August 1991), Heft 4.
13. Diekmann A., Preissendörfer P.: *Umweltbewusstsein, ökonomische Anreize und Umweltverhalten*. *Schweizerische Zeitschrift fr Soziologie*. Vol. 17, 1991.
14. Mller-Schwerin E., Strack H.: *MathematischßStatistische Verfahren zur Formalisierung des Kreditentscheidungsprozesses*, *KuK*. 47. Jg. (1977), H. 3.

Роботу подано до редколегії 30. 03. 2001 р.

УДК 338.53

М.І. Макаренко, кандидат економічних наук, доцент кафедри економічної теорії Української академії банківської справи

Макроекономічна цінова стабільність у грошово-кредитному регулюванні: зарубіжний досвід

Роботу виконано на кафедрі економічної теорії Української академії банківської справи Національного банку України, м. Суми

Досягнення макроекономічної цінової стабільності визначається як мета грошово-кредитного регулювання у більшості країн з розвинутою економікою. Розкриваються основні причини зосередження діяльності центральних банків на стримуванні інфляції, розглядаються особливості банківського законодавства різних країн щодо стабільності грошової одиниці й цін, аналізується британська модель впливу змін грошово-кредитної політики на рівень інфляції в середньостроковому періоді.

Ключові слова: ціни, інфляція, цінова стабільність, грошово-кредитне регулювання, центральний банк, передавальний механізм, інфляційні очікування.

The attainment of macroeconomic price stability is considered a target of monetary regulation in most countries with advanced economies. The article deals with the main causes of the concentration of the central banks's activity on holding back inflation and the peculiarity of the banking legislation of different countries regarding the stability of money and prices. It analyzes the British model of the influence of changes in the monetary policy on the rate of inflation in the medium-term period.

Key words: prices, inflation, price stability, monetary regulation, central bank, transmission mechanism, inflation expectations.

Для країн з перехідною економікою, які у своїй більшості пережили періоди високої і надвисокої інфляції, завдання стабілізувати загальний рівень цін залишається актуальним. Українська економіка, що поступово набирає темпів зростання, ще перебуває у тенетах порівняно високої цінової динаміки, а це знецінює національну грошову одиницю, служить засобом не завжди доцільного міжгалузевого і міжрегіонального перерозподілу ресурсів і, головне, перешкоджає формуванню усталених інфляційних очікувань та споживчої впевненості суб'єктів економіки. За таких умов цінові шоки (насамперед внутрішнього походження) відіграють роль дестабілізуючого фактора, який стає на заваді зростанню реального виробництва.

Грошово-кредитна політика як специфічна форма державного регулювання має в своєму розпорядженні широкий арсенал заходів, здатних справити стримуючу дію на підвищувальну тенденцію в цінах, уникаючи водночас пригнічення стимулів до економічного зростання. Відразу зазначимо, що для України макроекономічна цінова стабільність означає поступове щорічне зниження приростів індексу інфляції (дезінфляцію) – з 25,8 % у 2000 р. до 3-5 % у 2010 р. Саме цього потребує й орієнтація вітчизняної економіки на показники розвитку, прийняті в Європейському Союзі.

У більшості розвинених країн стратегічним завданням діяльності центральних банків у грошово-кредитній сфері визначено стабільність національних грошей, що забезпечується внутрішнім чинником (стабільністю цін товарного ринку) та зовнішнім (сталім характером обмінного курсу). Залежно від рівня лібералізованості економіки та інституційного середовища до названих факторів долучаються інші макроекономічні цілі на зразок зростання економіки, високої зайнятості та зовнішньоекономічної збалансованості [1, 280].

Першочерговість забезпечення цінової стабільності в регуляторній діяльності центральних банків закріплена законодавчо і зумовлена рядом причин. По-перше, ціни виступають номінальним вимірником усієї сукупності товарів і послуг, продукованих реальним сектором, і монетарний вплив має своїм об'єктом номінальну величину національного продукту, тобто ціни і фізичний обсяг виробництва. Однак реальний випуск у короткостроковому періоді лише за певних обставин реагує на заходи грошово-кредитної політики. Ціни ж за своєю природою є спорідненою грошам категорією ринкового господарства. До того ж, обмеженість мікроекономічного регулювання цін приблизно десятою частиною номенклатури товарів і послуг, що виробляються монопольними підприємствами, нечасте використання податково-бюджетної політики щодо стабілізації цін зосереджує функцію регулювання цього важливого елемента економічної системи на макрорівні, а саме в сфері грошово-кредитної політики.

По-друге, господарське законодавство розвинених країн останнім часом пішло шляхом розмежування виконавчої влади: економічна влада з регулювання реального сектора і виконання державного бюджету концентрується в руках уряду, а монетарна, здійснювана в галузі грошово-кредитних відносин, цілком перебуває в руках центрального банку. Якщо уряд парламентської республіки формується політичною більшістю законодавчого органу, а в президентських республіках - переважно главою держави, то дорадчі й виконавчі органи центрального банку утворюються на паритетних засадах. Центральний банк як провідник грошово-кредитної політики має статус автономної установи, функціонально відокремлений від уряду і більш консервативний щодо ротації керівного складу, а це дає йому змогу проводити відносно незалежну політику з орієнтацією на середньострокову перспективу. Найбільш доречним завданням такого періоду є стабільність цін та грошей. Щоправда, закони, які регламентують діяльність центральних банків, часто змушують координувати грошово-кредитні заходи з поточною політикою уряду, уникаючи різноспрямованих дій у певних економічних умовах.

По-третє, зміни в банківське законодавство різних країн, зроблені протягом 80-90-х років ХХ ст., вносились відповідно до постулатів панівної у світовій економічній думці теорії - монетаризму, де інфляція вважається суто грошовим явищем, а її регулювання - справою центрального банку. Опоненти такого підходу надають критиці деяку відособленість грошово-кредитної політики від реальної економіки, а центральні банки називають "твердинями монетаризму". Проте, так чи інакше, антиінфляційний напрям грошово-кредитного регулювання набув законодавчого закріплення і став пріоритетним у макроекономічній діяльності центральних банків.

По-четверте, за останні десятиліття відбулася зміна акцентів у часових інтервалах регулювання економіки: короткострокове антициклічне регулювання поступилося місцем середньо- і довгостроковому зі специфічною орієнтацією. У фіскальній політиці замість циклічного збалансування бюджету переважає щорічне або, навпаки, довгострокове; гіпотеза природного рівня безробіття та відповідних йому рівня ВВП і темпів інфляції, які визначаються факторами тривалої дії, орієнтує регуляторний процес на підтримання цих показників на належному рівні упродовж середньострокового інтервалу. Розподіл цілей регулювання між економічною та монетарною владою зумовлює те, що спектр антиінфляційних завдань покладається саме на центральний банк.

Популярності серед центральних банків набуває проголошення стратегії підтримання одного з макропоказників на стабільному рівні упродовж тривалого періоду - так зване таргетування. У різних країнах законодавство більшою чи меншою мірою відтіняє провідну стратегію діяльності центрального банку, що полягає в підтриманні стабільності грошової одиниці та загального рівня цін. Найбільш виразно інфляційне таргетування грошово-кредитної політики помітне в країнах Західної та Центральної Європи, де порівняно недавно відбувалося поновлення законів про центральні банки та їх уніфікація у зв'язку з утворенням зони євро та Європейської системи центральних банків.

Закон "Про Німецький федеральний банк" (нова редакція, 1993 р.) фіксує провідну роль центрального банку ФРН у регулюванні грошового обігу, кредитуванні економіки та здійсненні платежів всередині економіки й за кордон. Він є самостійною юридичною особою. Незважаючи на свій обов'язок підтримувати загальну економічну політику Федерального уряду, Федеральний банк при виконанні своїх повноважень згідно з законом є незалежним від вказівок урядових структур. Але між банком та урядом необхідна координація дій. Параграф 12 зазначеного закону зобов'язує Федеральний банк підтримувати політику уряду в галузі економічного зростання, стабільності цін, забезпечення повної зайнятості, боротьби з коливаннями кон'юнктури при неодмінному забезпеченні сталості грошової одиниці [2, 81]. При вирішенні загальноекономічних завдань федеральні органи виконавчої влади потребують підтримки з боку федеральних земель і громадських організацій.

Згідно з законом Французької Республіки, прийнятому в серпні 1993 р., Банку Франції надано більшу незалежність у системі управління державою для проведення послідовної грошово-кредитної політики в наступному періоді. Рада з грошово-кредитної політики при банку, яка складається з дев'яти незалежних членів, повинна спрямовувати політичні заходи на забезпечення стабільності цін. Пізніші зміни в статусі Банку Франції, спрямовані на пристосування його діяльності до умов Європейського монетарного союзу, не вплинули на формулювання кінцевої мети грошово-кредитної політики. 1 червня 1998 р. він увійшов до складу Європейської системи центральних банків, володіючи 16,83 % її капіталу, і відтоді координує монетарні заходи з центральними банками інших країн-учасниць та Європейським центральним банком.

Ще тісніше пов'язана з регулюванням цін основна мета діяльності Банку Англії. Вона полягає насамперед у тому, щоб забезпечити цінову стабільність в економіці, як вимагається банківським законодавством. Причому стримування інфляції повинне здійснюватися не на шкоду іншим завданням економічної політики уряду (підтримка зростання, підвищення зайнятості). Узгодження планованих темпів інфляції між банком та урядом відбувається в процесі розробки бюджетної резолюції. Крім того, Банк Англії щоквартально інформує про поточну інфляцію, а також будує прогноз її очікуваного рівня на місяць, квартал, рік у формі числового інтервалу, в якому, вирогідно, зростатимуть ціни. Довгостроковою метою монетарної влади є підтримання інфляції на рівні 2,5 % щорічно.

Закон "Про Резервний банк Австралії" (1959 р.) наділяє широкими повноваженнями монетарну владу в цій країні і спрямовує її діяльність на якомога більший добробут населення країни. Правління банку, спрямовуючи грошову політику на досягнення законодавчо закріпленої мети, в межах своїх повноважень вирішує три головних завдання: стабільність грошової одиниці Австралії, підтримка повної зайнятості, економічний розквіт і добробут населення. У 80-ті роки ХХ ст. країна зазнала відчутних втрат під напором інфляційних процесів, і їх приборкання стало основним завданням грошово-кредитної політики останніх десятиліть. З 1993 р. Резервний банк намагається утримати річні темпи приросту цін у межах 2-3 %. І це йому вдається: середньорічна інфляція становить 2,25 % при щорічному зростанні реального продукту на 4 %.

Однією з основних функцій Федеральної резервної системи США є формування і реалізація грошово-кредитної політики, тобто регулювання росту депозитів і кредитів комерційних банків та інших позиково-ощадних інституцій. Це дає можливість федеральному уряду управляти економічною активністю й рівнем цін. Таке завдання перед ФРС ставиться відтоді як у 1913 р. Конгресом США був прийнятий закон "Про Федеральну резервну систему", доповнений у 1975 р. резолюцією 133, яка вимагала, щоб ФРС оголошувала свої цілі щодо темпів зростання грошових агрегатів. У законі 1978 р. "Про повну зайнятість і збалансоване зростання" (закон Гемфрі - Гокінса) від ФРС вимагають пояснень, як її цілі, в тому числі й антиінфляційні, узгоджуються з економічними планами президента США. У щорічному звіті керуючого ФРС Конгресові аналізується поточна економічна ситуація та формулюються завдання щодо монетарної політики. Рівень поточної та прогнозованої інфляції вважається тим макропараметром, який підвладний зміні в ході реалізації цієї політики.

Макроекономічна цінова стабільність як мета грошово-кредитного регулювання набуває чітко окреслених форм, якщо з'ясовано механізм передачі монетарного імпульсу з фінансового в реальний сектор, а початкова видозміна одного з грошових параметрів трансформує динаміку цін чи реального обсягу виробництва. У вітчизняній спеціальній літературі підхоплено американське тлумачення дії передавального механізму грошово-кредитної політики на інфляцію [4, 777; 5, 7]. Йому характерне те, що для всієї економіки проміжним, а для монетарного сектора - кінцевим пунктом впливу грошово-кредитної політики є грошова маса у вигляді одного з її агрегатів. Змінюючись кількісно залежно від спрямування поточної політики, вона змушує відповідним чином вар'ювати ринкову процентну ставку; остання ж, у свою чергу, здатна стимулювати чи стримувати економічну активність через канали споживчих та інвестиційних витрат, ефект багатства, кредитний канал тощо. Так чи інакше, антиінфляційний монетарний імпульс породжується зменшенням темпів приросту грошової маси з подальшою трансмісією на номінальний ВВП та його складові.

На відміну від згаданої, експерти Банку Англії розробили дещо іншу схему передачі антиінфляційного монетарного імпульсу, яка розміщена на сайті Банку (www.bankofengland.uk). Такого спрямування наукові публікації з'явилися у вітчизняній фаховій літературі [6, 4]. В основі моделі - **первинна роль офіційної (облікової) ставки Банку**, розмежування впливу короткострокових і довгострокових **ставок та психологічні фактори**, які зумовлюють спокійний, незбурений стан фінансового і товарного ринків.

Основні положення британської моделі передавального механізму грошово-кредитної політики на інфляцію полягають у наступному. Комітет з монетарної політики (КМП) встановлює короткострокову процентну ставку, при якій Банк Англії має справу з грошовими ринками. Рішення щодо офіційної процентної ставки впливають на економічну активність та інфляцію через декілька каналів, що в сукупності утворюють механізм грошово-кредитної політики. Купівельна спроможність грошей розглядається в моделі як така, що має обернено пропорційну залежність до коефіцієнта зростання загального рівня цін, і ця залежність змінюється з часом. З огляду на зазначене співвідношення величин, інфляція вважається грошовим явищем, а грошово-кредитна політика в довгостроковому періоді - її головним чинником. Втім не відкидається вплив інших екзогенних факторів, які справляють на об'єкт дію короткострокового характеру. Як у будь-якій

імітаційній моделі, котра не в змозі врахувати важко вимірні величини, зовнішні впливи на інфляційні процеси приймаються за константу.

Надання офіційній процентній ставці статусу первинної ланки в регуляторному ланцюгу зумовлене тим, що її кількісна зміна справляє вплив на широкий спектр процентних ставок, які діють на грошово-кредитному ринку. Потенційна можливість регулювання ціни грошових ресурсів у її різних формах полягає у винятковому праві Банку Англії монопольно постачати високоефективні гроші в економіку і так впливати на ставку процента міжбанківського ринку короткострокових кредитів (овернайт). Центральний банк вибирає ціну, за якою будуть позичатися високоефективні гроші інститутам приватного сектора. У Сполученому Королівстві переважає банківське кредитування через продаж високонадійних цінних паперів із зобов'язанням їхнього викупу через певний час (РЕПО). Ставка по двотижневих операціях РЕПО і є офіційною ставкою, згаданою вище. Кількісний вплив зміни в офіційній ставці на інші процентні ставки і на фінансові ринки в цілому залежатиме від ступеня змін у процентній політиці, а також від того, як ці зміни вплинуть на очікування стосовно майбутніх заходів політики. Для цілей імітаційного моделювання робиться припущення, що внаслідок первинної процентної зміни відбудеться лише одне коло реакції, хоча на практиці часто трапляється різка деформація адаптивних очікувань, які можуть спричинити набагато значніші зміни ринкової ситуації, ніж на це була розрахована початкова дія центрального банку.

Зміна в офіційній ставці негайно передається на інші короткострокові міжбанківські ставки грошового ринку, знов-таки на грошово-ринкові інструменти різної строковості (як, наприклад, ставки за контрактами РЕПО зі строковістю, відмінною від двох тижнів) та на інші короткострокові ставки (наприклад, за міжбанківськими депозитами). Однак уся сукупність ставок не може завжди рухатися в точній відповідності зі зміною офіційної ставки. Незабаром після її зміни (звичайно в той же день) банки регулюють свої стандартні кредитні (базисні) ставки, як правило, відповідно до кількісної зміни в процентній політиці. Це швидко впливає на ставки, які банки стягують зі своїх клієнтів за кредитами зі змінною ставкою, включаючи рахунки овердрафт. Рівень змінних ставок за стандартними заставами може також змінюватися, хоча ця зміна не автоматична і відбувається з деяким лагом. Ставки, запропоновані вкладникам по заощадженнях, також змінюються, щоб зберегти маржу між ставками за депозитами і кредитами. Маржа може змінюватися з часом відповідно, наприклад, до нових умов конкуренції на ринках залучених коштів, але це не та реакція, яка зумовлюється разовими зрушеннями у процентній політиці.

Безпосереднім банківським інструментом монетарної трансмісії є пропозиція кредитних ресурсів на грошовому ринку при офіційній ставці по операціях РЕПО, встановленій Комітетом з монетарної політики. Зміна ставки відбувається при укладанні банківських угод тільки тоді, коли КМП дійде такого рішення, виходячи з дефіциту чи надлишку коштів. Купівля цінних паперів на відкритому ринку забезпечує те, що рішення КМП прямо відбиваються на стані короткострокових ринків. У центрального банку виникає можливість забезпечити необхідними фінансовими ресурсами реальну економіку ще по одному каналу - через операції рефінансування за офіційною ставкою. Той факт, що ці рефінансовані кошти повертаються регулярно, є головним чинником створення попиту на грошову базу через щоденний дефіцит коштів.

Викладені вище міркування стосуються первинного впливу зміни офіційної ставки на короткострокову і довгострокову ринкові ставки, вартість фінансових і реальних активів та обмінний курс. Другу ланку монетарної трансмісії утворюють складові сукупного попиту - споживчі та інвестиційні витрати, чистий експорт (активність держави в моделі приймається незмінною, тобто проводиться пасивна фіскальна політика зі збалансованим бюджетом і сталою часткою державних витрат у ВВП). Характер впливу ціни грошей, іноземної валюти та інших активів на обсяг виробництва в реальному секторі добре відомий з макроекономічного аналізу. Кінцевим пунктом монетарного імпульсу, започаткованого зміною офіційної ставки, будуть коливання темпів номінального ВВП, складених з динаміки реального випуску і загального рівня цін.

При таргетуванні інфляції (стримуванні її на фазі піднесення економіки та деяке стимулювання при спаді) реальний обсяг виробництва виявляється ніби другорядним з огляду на мету регулювання показником. Однак насправді це не так. Перевищення фактичного ВВП над потенційним, притаманне циклічному піднесенню, потрапляє в поле дії регуляторного процесу, означеного як таргетування інфляції, оскільки запровадження монетарних рестрикцій гальмуватиме одночасно як темпи зростання цін, так і реального випуску. Тобто йдеться про специфічну форму антициклічного регулювання з трендовими значеннями макроекономічних показників та орієнтацією грошово-кредитної політики на їх підтримання у середньостроковому періоді.

Ще однією прикметною рисою зазначеної моделі передавального механізму грошово-кредитної політики на інфляцію є підпорядкована роль грошових агрегатів. У моделях, заснованих на приматі грошової маси, її надлишок або дефіцит є першопричиною зміни процентних ставок і подальшого впливу на випуск і ціни. Однак дисбаланс попиту і пропозиції грошей у досліджуваній моделі не просто імітується як результат змін офіційної ставки, але й ілюструється прикладами практичної діяльності КМП на міжбанківському ринку. Щоправда, у тривалому періоді існує прямий зв'язок між кожним грошовим агрегатом і загальним рівнем цін.

Безупинне підвищення цін не може трапитися без відповідного збільшення в кількості грошей. Зміст цього явища в тому, що гроші - номінальний якір економічної системи.

За результатами імітаційного моделювання (при зазначених припущеннях) встановлено кількісний зв'язок між динамікою офіційної процентної ставки і реального ВВП та інфляції. Аргументом моделі виступає зміна офіційної ставки на 100 процентних пунктів (1 відсоток) порівняно з базисним значенням, що здійснюється поступово протягом року (на відміну від перехідної економіки, в розвинених країнах зміна ставки на чверть відсотка має серйозні наслідки). Перша кінцева змінна моделі - реальний ВВП - змінюється під впливом регуляторного імпульсу на 0,4 % відносно фактичного рівня протягом 8 кварталів з початку регулювання або через рік після завершення зміни офіційної ставки. Вплив на рівень інфляції виявляється більш відчутним: 1-відсоткова зміна офіційної ставки коригує рівень інфляції на 0,45 % і доводить його до таргетованої величини через 9 кварталів після початкового монетарного імпульсу або через 5 кварталів з моменту, як припинена зміна ставки.

Незважаючи на абстрактний характер моделі та лінійну залежність між змінними, вона відбиває головні тенденції в динаміці основних макроекономічних показників і лаговій структурі регуляторного запізнення. Хоча її застосування в грошово-кредитному регулюванні перехідної економіки утруднене невизначеністю довгострокових макропараметрів, важливим є підхід до моделювання монетарного впливу, виходячи з базисного значення облікової ставки та наступних її змін. При досягненні певного рівня розвитку міжбанківського ринку кредитних ресурсів та ринку цінних паперів, усталених інфляційних та девальваційних очікувань облікова ставка буде належно виконувати інформаційну функцію, сигналізуючи суб'єктам господарської системи про наміри керівництва Національного банку щодо можливих змін грошово-кредитної політики. При цьому її трансформаційна функція ставки буде реалізована повною мірою.

Література

1. Матук Ж. *Финансовые системы Франции и других стран. В 2 т.: Пер. с фр. Т. 1 в 2 кн. / Кн. 2.* - М.: АО "Финстатинформ", 1994.
2. Ламперт Х. *Социальная рыночная экономика. Германский путь / Пер. с нем.* - М.: Дело, 1994.
3. Мишкін Ф. *Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків / Пер. з англ.* - К.: Основи, 1998.
4. Туркало Р., Адамик Б. *Передавальний механізм монетарної політики та його значення для ефективної діяльності НБУ // Вісник НБУ.* - 1999. - № 7.
5. Болгарін І., Махадева Л., Штерн Г. *Деякі методологічні аспекти побудови та використання моделі механізму монетарної трансмісії в Україні // Вісник Національного банку України.* - 2000. - № 11.

Роботу подано до редколегії 26.03.2001р.

УДК [336. 77: 338. 43] (477)

О.М. Дуфенюк, аспірант кафедри фінансів і кредиту Львівського національного університету ім. Івана Франка

Кредитний механізм формування інвестиційних ресурсів аграрного сектора економіки України

Роботу виконано на кафедрі фінансів і кредиту Львівського національного університету ім. Івана Франка Науковий керівник – к. е. н., доцент О. М. Ковалюк

Основну увагу приділено проблемам забезпечення аграрного сектора економіки України необхідними кредитними ресурсами, що є основною передумовою формування інвестиційних ресурсів, а отже, активізації інвестиційної діяльності галузі. Дано характеристику стану кредитних відносин АПК на сучасному етапі, окреслено переваги і недоліки діючого кредитного механізму, висвітлено ідеї, спрямовані на вдосконалення існуючих та запровадження нових схем і методів кредитування. Особливий акцент зроблено на необхідності економічно і науково обгрунтованого прийняття відповідних рішень та вчасної їх реалізації на практиці.

Ключові слова: інвестиційні ресурси, аграрний ринок, кредитний механізм, кредитне забезпечення, застава, спецфонди.