

Антициклічна монетарна політика у найбільших країнах СНД: порівняльний аналіз.

Савченко Т. Г.

Анотація. Савченко Тарас Григорович, кандидат економічних наук, доцент кафедри банківської справи Державного вищого навчального закладу «Українська академія банківської справи Національного банку України». У статті проаналізовано рівень антициклічності монетарної політики центральних банків найбільших економік СНД: Російської Федерації, України, Казахстану та Білорусії. Обґрунтовано доцільність формування більш активної антициклічної монетарної політики у зазначених країнах.

Ключові слова: монетарна політика, економічні цикли, центральні банки.

Аннотация. Савченко Тарас Григорьевич, кандидат экономических наук, доцент кафедры банковского дела Государственного высшего учебного заведения «Украинская академия банковского дела Национального банка Украины». В статье проанализирован уровень антицикличности монетарной политики центральных банков крупнейших экономик СНГ: Российской Федерации, Украины, Казахстана и Беларуси. Обоснована целесообразность формирования более активной антициклической монетарной политики в данных странах.

Ключевые слова: монетарная политика, экономические циклы, центральные банки.

Summary. Savchenko Taras Grigorovych, candidate of economic sciences, associate professor of banking department of State Higher Educational Institution «Ukrainian Academy of Banking of the National Bank of Ukraine». In the article analyzed the level of countercyclical monetary policy of central banks in major economies of the Commonwealth of Independent States. The necessity of a more active countercyclical monetary policy in these countries was identified.

Keywords: monetary policy, business cycle, central banks.

Вступ. Заходи макроекономічної політики, зокрема монетарної, спрямовані на згладжування циклічних коливань є важливою передумовою збереження рівноваги та стійкого економічного росту. При усіх варіаціях та уточненнях існують три основні теорії, що пояснюють причини циклічних коливань: перша пов'язує цикли із динамікою капіталовкладень (Е. Хансен), друга – із нерівномірним характером інноваційного процесу (Й. Шумпетер), третя – із коливаннями грошової маси (монетаристи: М. Фрідмен, А. Шварц, Е. Долан та ін.). Кожен із дослідників виділяє певний фактор та розглядає його у якості визначального. Враховуючи спрямованість дослідження, ми приймаємо за основу постулати теорії монетаризму, що були викладені ще в 1963 році у класичній роботі М. Фрідмена та А. Шварц [1] та деталізовані, у контексті впливу грошей на бізнес цикли, у наступній роботі даних дослідників [2].

Аналіз останніх досліджень. Науковці розвинених країн постійно досліджують проблему впливу монетарної політики на фази економічних циклів. Дані дослідження започатковані Мілтоном Фрідменом (Milton Friedman) та Анною Шварц (Anna J. Schwartz) у 60-х роках минулого століття. Протягом останніх двох десятиліть наукові пошуки ефективних монетарних інструментів протидії економічним спадам посилились, що обумовлюється впровадженням режиму інфляційного таргетування у більшості економічно розвинених країн світу. Даним проблемам присвячені роботи як теоретиків Енріке Мендоза (Enrique Mendoza), Марк Він (Mark Wynne), Nathan Balke (Натан Балк), так і представників центральних банків провідних країн світу Бен Бернанке (Ben Bernanke), Анастасіс Орфанідіс (Athanasios Orphanides), Дональд Браш (Donald Brash). Підвищення цікавості до даних досліджень спостерігається у періоди економічних криз. Специфіка виникнення та розвитку світової фінансової кризи 2008-2009 років підтверджує перманентну актуальність проблеми антициклічного регулювання як у теоретичному, так і у практичному аспектах. Таким чином, проблема впливу монетарної політики на фази економічних циклів є досить актуальною у західній економічній науці, однак вона майже не досліджувалась на прикладі країн з перехідною економікою.

Відсутність подібних досліджень для країн СНД, на нашу думку, переважно обумовлювалась не достатнім періодом функціонування даних економік у ринкових

умовах, що не дозволяло виділити повноцінні ділові цикли їх розвитку. Світова фінансова криза 2008-2009 років спричинила завершення фази поживлення (підйому) у більшості країн СНД. Як наслідок, з одного боку актуалізувалась проблема антициклічного регулювання економічних процесів, а з іншого – з'явилась можливість повноцінного дослідження параметрів економічних циклів країн СНД. Вплив Національного банку України на фази економічних циклів аналізувався нами у попередній роботі [6].

Постановка задачі. Основними завданнями даного дослідження є: 1) датування економічних циклів у країнах Співдружності Незалежних Держав (СНД) за останніх 20 років; 2) дослідження параметрів економічних циклів (амплітуда, тривалість, причини виникнення спадів, рівень синхронізації); 3) проведення порівняльного аналізу впливу центральних банків найбільших економік СНД (Росія, Україна, Казахстан, Білорусія) на параметри економічних циклів.

Основний матеріал та результати.

1. Взаємозв'язок фаз циклів із теоретично обґрунтованими типами антициклічної монетарної політики.

Дослідження інструментів антициклічної монетарної політики повинно базуватись на результатах вивчення параметрів економічних циклів. У додатку А наведено показники економічних циклів країн СНД за період з 1991 по 2010 рр. Отримані дані щодо датування циклів найбільших економік СНД підтверджуються результатами використання програмного забезпечення [7] адаптованого до специфіки представлення даних щодо квартального ВВП у країнах СНД. Не зважаючи на високу синхронність динаміки економічних циклів у даних країнах, показники варіації засвідчують наявність суттєвих відмінностей у тривалості та амплітуді фаз циклів. У найбільших економіках СНД спостерігались менш тривалі фази поживлення та підйому ніж у середньому по СНД, а також менша амплітуда падіння та росту реального ВВП. Дані показники пояснюються більшою інерційністю великих економік.

На рисунках 1.1 – 1.4 представлена динаміка реального ВВП найбільших економік СНД за річними та квартальними показниками. Також наведено поліноміальні тренди другого степеня динаміки реального ВВП, які побудовано за

річними показниками. Конфігурація ліній тренду дає можливість визначити довгострокові тенденції циклічного розвитку економічних процесів у найбільших економіках СНД. Розглянемо більш детально поворотні точки економічних циклів.

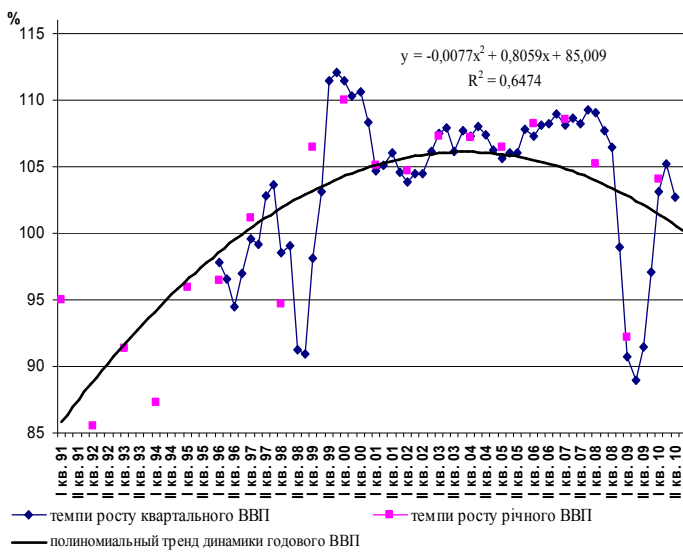


Рис. 1.1 - Динаміка реального ВВП Росії 1991-2010 рр.

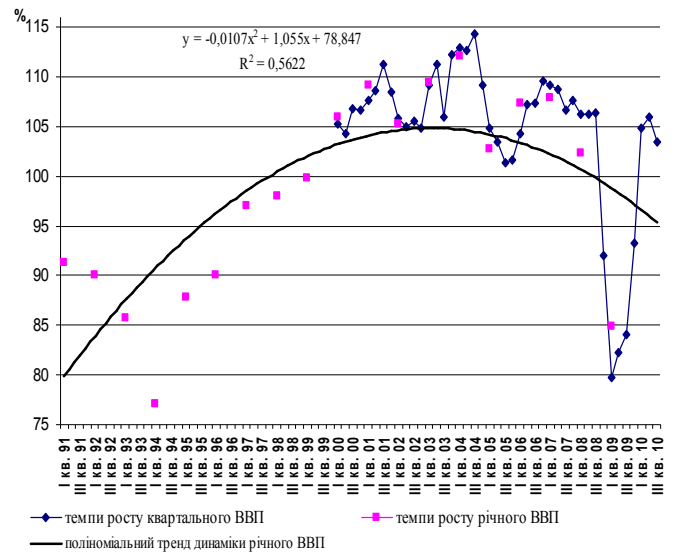


Рис. 1.2 - Динаміка реального ВВП України 1991-2010 рр.

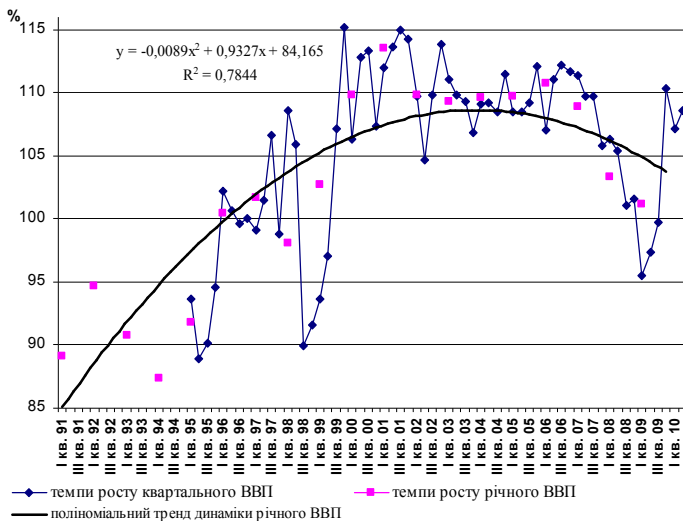


Рис. 1.3 - Динаміка реального ВВП Казахстану 1991-2010 рр.

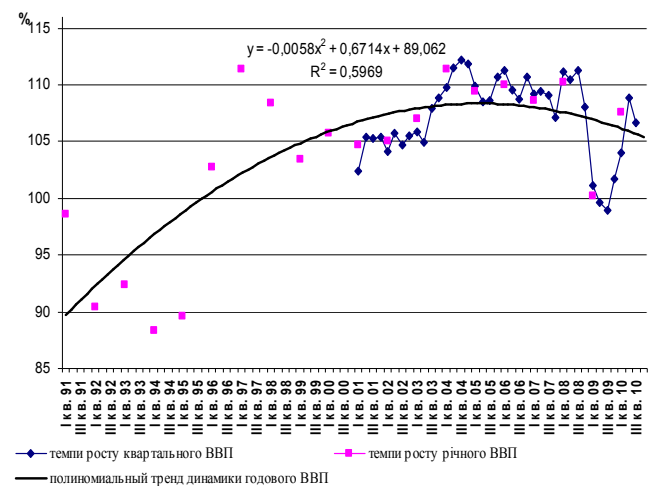


Рис. 1.4 - Динаміка реального ВВП Білорусії 1991-2010 рр.

Джерела: [8], [9], інформація національних статистичних комітетів, власні розрахунки.

У Росії фаза спаду тривала з 1991 року до II кварталу 1997 року включно, фаза поживлення тривала протягом III та IV кварталу 1997 року (рис. 1.1). Протягом 1998 року та I кварталу 1999 року спостерігалась фаза спаду спричиненого фінансовою кризою 1998 року, яка завершилась оголошенням дефолту. Починаючи з II кварталу 1999 року спостерігались фази поживлення та росту, які тривали 36 та 3 квартали відповідно. Починаючи з IV кварталу 2008 року спостерігалась фаза спаду, яка тривала 5 кварталів; з I кварталу 2010 року почалась фаза поживлення.

В Україні фаза спаду тривала з 1991 до 1999 рік включно, далі почалась фаза пожвавлення, яка тривала 37 кварталів (рис. 1.2). Потрібно зазначити, що Україна єдина, з поміж визначених нами найбільших економік СНД, не перейшла у фазу підйому оскільки не відновила абсолютні обсяги ВВП у порівнянні із 1990 роком. Фаза спаду тривала 5 кварталів до IV кварталу 2009 року включно. Починаючи з I кварталу 2010 року економіка України перейшла у фазу пожвавлення.

У Казахстані фаза спаду тривала з 1991 року до 1995 року включно, фаза пожвавлення тривала 6 кварталів (рис. 1.3). Потрібно зазначити, що окремі періоди у 1996-1997 роках можна ідентифікувати як «періоди невизначеності», коли динаміка квартальних показників реального ВВП не відповідала критерію мінімальної тривалості фаз циклів, що передбачений процедурою Брай-Бошена (Bry-Boschen) для квартальних даних [10; 11]. Протягом першої половини 1998 року та другої половини 1999 року тривала фаза спаду спричиненого фінансовою кризою 1998 року. Починаючи з III кварталу 1999 року спостерігалась фаза пожвавлення а потім росту, які тривали 20 та 18 кварталів відповідно. Починаючи з I кварталу 2009 року спостерігалась фаза спаду, яка тривала до III кварталу 2009 року включно. З IV кварталу 2009 року економіка Казахстану перейшла у фазу пожвавлення.

У Білорусії фаза спаду тривала з 1991 року до 1995 року включно, фаза пожвавлення тривала наступні 8 років (рис. 1.4). З 2004 року почалась фаза підйому, яка завершилась спадом протягом II та III кварталів 2009 року. Далі почалась фаза пожвавлення, а потім фаза підйому.

У аналітичних матеріалах МВФ [12, с. 120] для аналізу впливу монетарної політики на економічні цикли використовувались номінальні процентні ставки і відхилення реальної процентної ставки від ставки за правилом Тейлора. Для кожної фази спаду базова міра реакції політики була представлена зміною вибраного показника між піком і нижчою точкою циклу, що є кумулятивною мірою міри послаблення або посилення політики за час всього спаду. Для отримання показників монетарної політики створюваний політикою стимул розраховувався як сума відхилень у кожному кварталі фази спаду. Таким чином, фахівці МВФ досліджували вплив монетарної політики на параметри економічних циклів лише протягом фази спаду.

У більшості емпіричних досліджень не проводиться відмінностей між різними фазами ділового циклу [13; 14]. Виключенням є роботи Пірсмана та Сміта [15] де показується, що монетарна політика зазвичай здійснює більш істотний вплив під час спадів ніж під час підйомів. Таким чином, враховуючи зазначені вище дослідження та ґрунтуючись на постулатах теорії монетаризму ми вважатимемо, що монетарна політика повинна мати антициклічну спрямованість як протягом фази спаду (експансіоністська) так і на піках фази підйому (рестрикційна).

Потрібно зазначити, що протягом фази пожвавлення грошово-кредитна політика (ГКП) повинна мати проциклічний характер, що сприятиме економічному зростанню. Однак, на піку фази підйому (коли відбувається «перегрів економіки» та формуються диспропорції) та протягом фази спаду доцільно переважно керуватись антициклічними мотивами при розробці та реалізації грошово-кредитної політики.

У таблиці 1 наведено оцінку доцільності застосування типів грошово-кредитної політики національними банками найбільших країн СНД. При оцінці доцільності застосування рестрикційної або експансіоністської грошово-кредитної політики ми керувались трьома основними правилами.

По-перше, комплексну рестрикційну грошово-кредитну політику доцільно проводити лише після переходу економіки із фази пожвавлення у фазу підйому. У протилежному випадку передчасні рестрикційні заходи можуть необґрунтовано стримувати підвищення ділової активності та уповільнять відновлення економіки до передкризового рівня.

По-друге, активну рестрикційну політику доцільно проводити протягом обмеженого періоду часу, який співпадає з піком ділової активності. Піки ділової активності нами визначались на основі розрахунку відхилень квартальних показників росту реального ВВП від середнього значення росту реального ВВП за весь період фази пожвавлення та підйому. Застосовуючи наведені вище правила, у таблиці 1 визначено періоди протягом яких центральним банкам доцільно було реалізовувати заходи рестрикційної грошово-кредитної політики. Певним виключенням при застосуванні першого правила було визначення періодів застосування заходів рестрикційної ГКП для економіки України, оскільки вона не перейшла у фазу

підйому. Ми вважаємо, що навіть на фазі пожвавлення, при наявності чітких ознак перегріву економіки, доцільно застосовувати окремі заходи рестрикційної ГКП.

Таблиця 1 – Оцінка доцільності застосування типів грошово-кредитної політики

період		рестрикційна ГКП (піки фази підйому)				експансіоністська ГКП (фаза спаду)			
		Росія	Україна	Казахстан	Білорусія	Росія	Україна	Казахстан	Білорусія
2004	I кв.				+/-				
	II кв.				+/-				
	III кв.				+/-				
	IV кв.				+/-				
2005	I кв.				+/-				
	II кв.								
	III кв.			+/-					
	IV кв.			+/-	+				
2006	I кв.				+				
	II кв.			+	+				
	III кв.			+					
	IV кв.		+/-	+	+/-				
2007	I кв.		+/-	+	+/-				
	II кв.		+/-		+/-				
	III кв.	+			+/-				
	IV кв.	+							
2008	I кв.	+			+				
	II кв.				+				
	III кв.				+				
	IV кв.					+	+		
2009	I кв.					+	+	+	
	II кв.					+	+	+	+
	III кв.					+	+	+	+
	IV кв.					+	+		
2010	I кв.								
	II кв.								
	III кв.								
	IV кв.								

Знак «+» - доцільно застосовувати відповідний режим ГКП

Знак «+/-» - часткова доцільність застосування відповідного режиму ГКП

Джерело: власні оцінки

По-третє, протягом фази спаду доцільно застосовувати методи експансіоністської грошово-кредитної політики. Дана теза стосується перш за все початку фази спаду, коли комплексні та рішучі заходи експансіоністської грошово-кредитної політики можуть зменшити амплітуду та тривалість фази спаду. Експансіоністська грошово-кредитна політика буде ефективною та не призведе до розкручування інфляційної спіралі за умови її підтримки іншими заходами фінансової політики, а також координації заходів монетарної та бюджетно-податкової політик.

2. Вплив центральних банків на фази економічних циклів.

2.1 Інструменти грошово-кредитної політики

Далі дослідимо вплив монетарної політики на фази економічних циклів найбільших економік СНД на основі ретроспективного аналізу застосування основних інструментів ГКП. Проаналізувавши відповідні закони та підзаконні нормативні акти, ми визначили основні чотири групи інструментів монетарної політики: обов'язкове резервування; процентна політика; валютна політика та операції з регулювання ліквідності. Потрібно зазначити, що у виключних випадках передбачається застосування кількісних обмежень, однак ми їх не будемо досліджувати зважаючи на не систематичний та не ринковий характер даних інструментів.

Певна специфіка у визначенні та застосуванні інструментів грошово-кредитної політики спостерігається у Білорусії. По-перше, перелік інструментів грошово-кредитної політики не визначається законом: порядок застосування окремих інструментів регулюється відповідними постановами Правління (або Ради директорів) Національного банку. По-друге, Національний банк окремо не виділяє валютні інтервенції у якості інструменту ГКП та не наводить інформацію щодо їх здійснення на своєму офіційному сайті. По-третє, відсутня чітка структуризація інструментів регулювання ліквідності та не оприлюднюються дані щодо сальдо по операціям з регулювання ліквідності. Таким чином, при вивченні впливу Національного банку Республіки Білорусь на фази економічного циклу ми змушені обмежитись аналізом двох груп інструментів: процентна політика та обов'язкове резервування.

2.2 Процентна політика

Далі проаналізуємо особливості застосування зазначених вище груп інструментів у взаємозв'язку із фазами економічних циклів. Як зазначається у дослідженнях фахівців центральних банків [16; 17, с. 207] та впливає зі змісту нормативних документів [18; 19] центральні банки найбільших країн СНД вважають процентний канал трансмісійного механізму одним із основних, хоч і усвідомлюють обмежені можливості його застосування в поточних умовах трансформації режиму грошово-

кредитної політики. Індикатором процентної політики центральних банків виступає офіційна облікова ставка (ставка рефінансування).

У відповідності до теорії, центральний банк визначаючи величину своєї основної ставки (яка безпосередньо впливає на вартість здійснення інших його операцій) впливає на динаміку відсоткових ставок на оптовому (міжбанківському) сегменті грошового ринку, останні повинні впливати на ставки за роздрібними депозитними та кредитними операціями.

На практиці процентна політика центральних банків найбільших країн СНД, зокрема в Україні, є не достатньо ефективною. У більшості випадків відсутній значимий взаємозв'язок між ставками центральних банків та ставками міжбанківського ринку, що у свою чергу нівелює вплив процентної політики НБУ на динаміку ставок роздрібною сегменту грошового ринку. Дана теза підтверджується аналізом динаміки процентних ставок у банківських системах Росії, України, Казахстану та Білорусії за період 2006-2010 років (Додаток Б).

Не достатню ефективність процентної політики центральних банків найбільших країн СНД, як складової антициклічної ГКП, підтверджують значні спреди та різнонаправлена динаміка між ставками центральних банків, з одного боку, та ставками міжбанківського ринку і роздрібною ринку депозитів, з іншого. Дана теза, перш за все, стосується фази спаду коли спостерігалось суттєве збільшення розриву між ставками центральних банків та середньозваженими ставками оптового і роздрібною сегменту грошового ринку. В умовах кризи істотно зросла волатильність ставок грошового ринку, що не відповідало поступальній динаміці основних ставок центральних банків.

Послідовно застосовував контрциклічну процентну політику лише Національний банк Казахстану. Інші центральні банки або взагалі не використовували даний інструмент для впливу на фази циклу, з огляду на низьку ефективність процентного каналу трансмісійного механізму; або його вплив був проциклічним: центральні банки намагались досягти цільових орієнтирів показників (динаміка грошової маси, інфляція і т.д.), які безпосередньо не пов'язані з фазами економічного циклу.

У даний час найбільші країни СНД перебувають у процесі переходу до нового режиму монетарної політики, який ґрунтуватиметься на забезпеченні цінової

стабільності. Відповідно передбачається сформулювати передумови, що забезпечуватимуть ефективну роботу процентного каналу трансмісійного механізму та монетарної політики в цілому [20].

2.3 Обов'язкове резервування

Наступним інструментом грошово-кредитної політики, що застосовується центральними банками найбільших країн СНД, є обов'язкові резервні вимоги. Вплив даного інструменту визначається динамікою основних його параметрів: звітний період резервування; активи, що можуть зараховуватися для покриття резервів; об'єкт резервування; обсяг обов'язкових резервів, який має щоденно зберігатися на рахунках в центральному банку; нормативи обов'язкового резервування.

За результатами аналізу зазначених вище параметрів можна зробити висновок, що перші три параметри (звітний період, покриття резервів та об'єкт резервування) доцільно розглядати як складові механізму автоматичної реакції на рівень ліквідності банківської системи. Вони лише опосередковано можуть впливати на використання обов'язкового резервування як інструменту регулювання фаз економічного циклу. У даному контексті доцільно аналізувати, перш за все, норми резервування, а також враховувати вимоги щодо частки обов'язкових резервів, які повинні постійно зберігатися на рахунках в центральному банку.

Нами досліджувалась динаміка норм резервування встановлених центральними банками Російської Федерації, України, Республіки Казахстан та Республіки Білорусь, а також частки обов'язкових резервів, які мають щоденно зберігатися на рахунках регулятора. За результатами аналізу зроблено висновок, що на піках фази підйому центральними банками найбільших економік СНД обов'язкове резервування не використовувалось для здійснення контрциклічного впливу на економічну динаміку. З іншого боку, усі центральні банки (крім Національного банку України) активно використовували даний інструмент на початку фази падіння для здійснення контрциклічного впливу.

2.4 Валютна політика

Центральні банки найбільших економік СНД реалізують валютну політику та забезпечують управління міжнародними резервами, здійснюючи валютні інтервенції. Останні здійснюються шляхом купівлі-продажу іноземної валюти на валютних

ринках з метою впливу на курс національної валюти. Купівля (продаж) іноземної валюти призводить відповідно до збільшення (зменшення) пропозиції грошей на національних грошових ринках.

На рисунках 2.1-2.3 наведено динаміку валютних інтервенцій (з «+» купівля, а з «-» продаж іноземної валюти центральними банками) та міжнародних резервів Російської Федерації, України та Республіки Казахстан. Зазначені національні економіки є відкритими, тобто у значній мірі орієнтуються на продаж власних товарів (переважно ресурсів або товарів із незначною доданою вартістю) на міжнародних ринках. Як наслідок, валютна політика центральних банків здійснює істотний вплив на стан грошового ринку та макроекономічну динаміку в цілому.

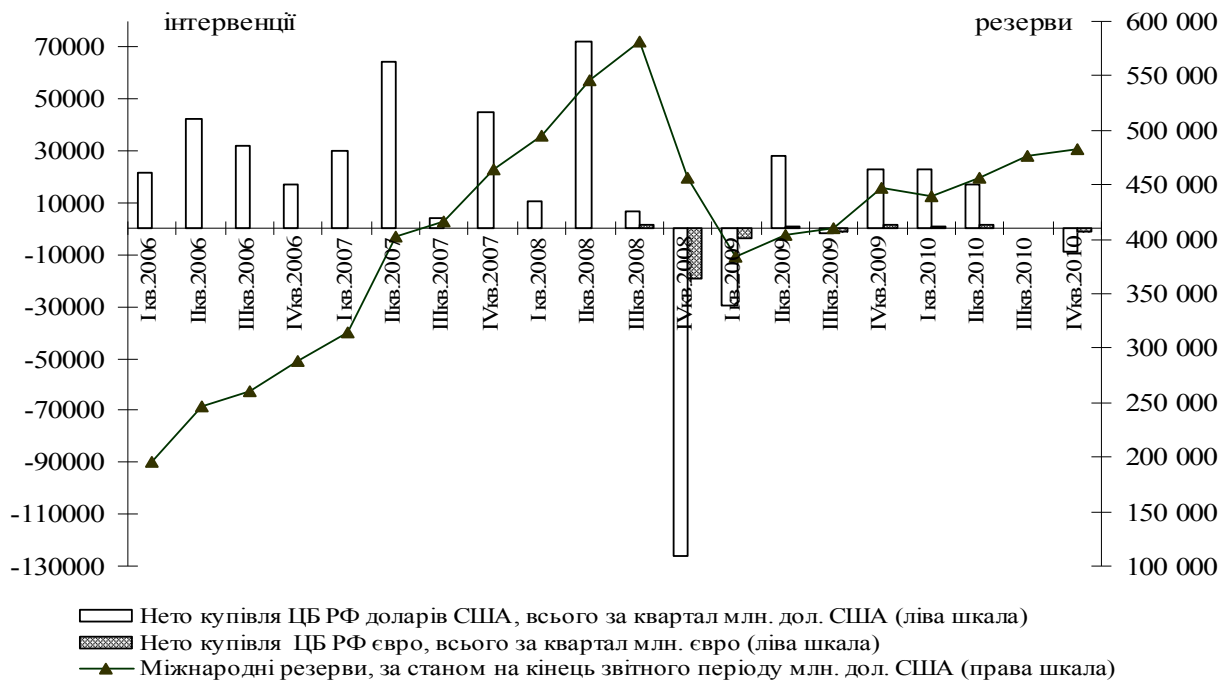


Рис. 2.1 – Динаміка валютних інтервенцій та міжнародних резервів Центрального банку Російської Федерації

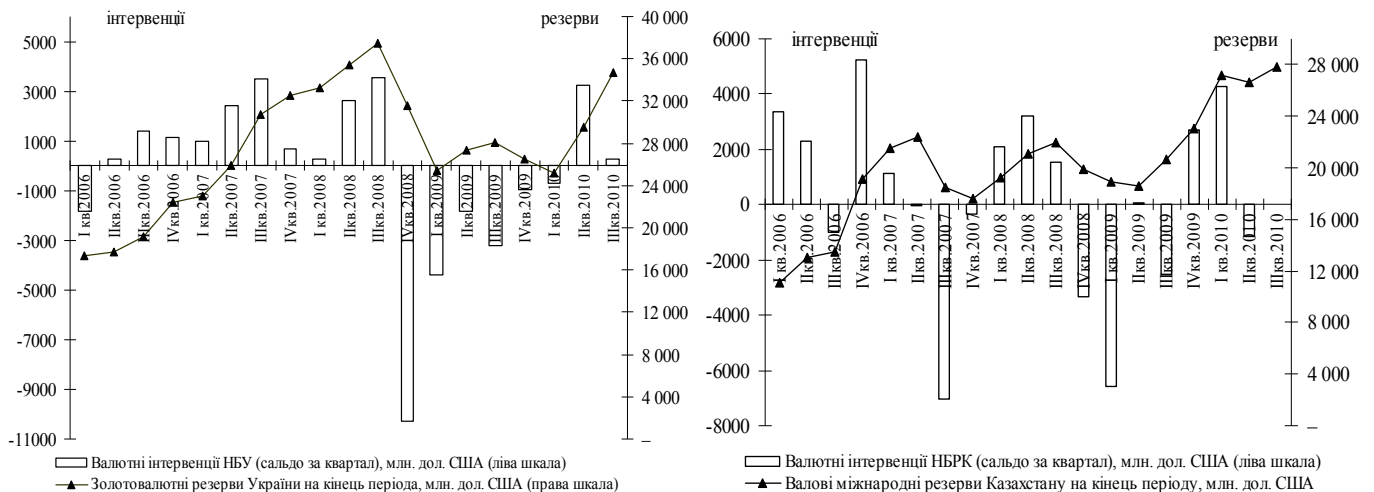


Рис. 2.2 – Динаміка інтервенцій та міжнар. резервів НБУ Рис. 2.3 – Динаміка інтервенцій та міжнар. резервів НБРК

Таким чином, даний інструмент центральними банками Росії, України та Казахстану не застосовувався для реалізації антициклічної грошово-кредитної політики, а використовувався для вирішення інших завдань: підтримка стабільності обмінних курсів та формування достатніх міжнародних резервів.

2.5 Регулювання ліквідності.

Завершимо аналіз впливу основних інструментів грошово-кредитної політики на динаміку економічних циклів найбільших економік СНД дослідженням операцій центральних банків з регулювання ліквідності. На рисунках 3.1-3.3 зі знаком «+» наведено обсяг наданих коштів для підтримання ліквідності банків, а зі знаком «-» зазначено обсяги мобілізації центральними банками коштів комерційних банків.

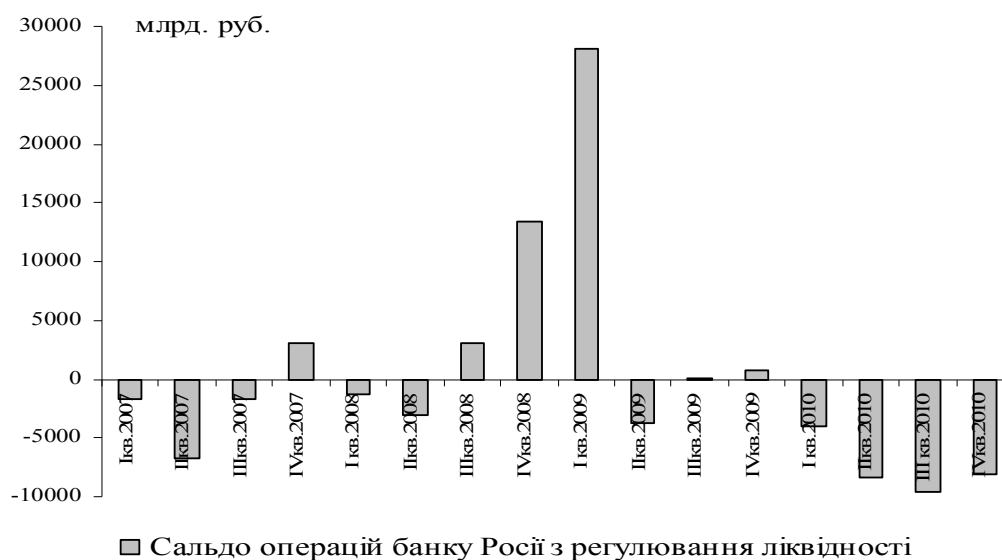


Рис. 3.1 – Сальдо операцій Центрального банку Російської Федерації з регулювання ліквідності

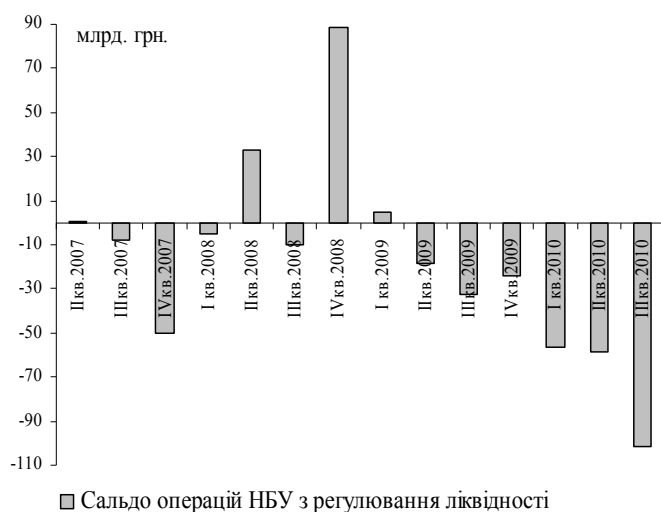


Рис. 3.2 – Сальдо операцій НБУ з регулювання ліквідності

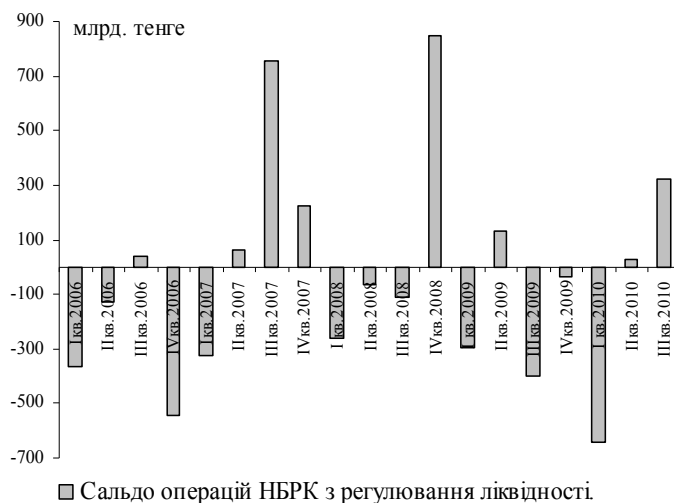


Рис. 3.3 – Сальдо операцій НБРК з регулювання ліквідності

Центральні банки застосовують ряд інструментів для збільшення ліквідності банків: кредити овернайт, короткострокові кредити, стабілізаційні кредити, тендери з підтримання ліквідності, пряме РЕПО і т.д. Також використовують інструменти абсорбування ліквідності комерційних банків: емісія та розміщення цінних паперів центральних банків, залучення коштів на депозити, операції зворотного РЕПО і т.д. Таким чином, основним показником, що ілюструє кумулятивний вплив на ліквідність усіх інструментів центрального банку є сальдо операцій з регулювання ліквідності.

Таким чином, операції з регулювання ліквідності центральних банків найбільших економік СНД переважно мали контрциклічну спрямованість. Однак реальні мотиви їх проведення були далекими від положень теорії антициклічного регулювання економіки. Динаміка операції з регулювання ліквідності перш за все обумовлювалась: необхідністю згладжування поточних дисбалансів між попитом та пропозицією на національних грошових ринках, обсягами купівлі (продажу) валюти центральними банками на національних валютних ринках та можливістю тиску надлишкової грошової маси на рівень цін в національній економіці.

Висновки Протягом останніх 20 років у країнах СНД спостерігалось 14 завершених циклів. За результатами 2010 року 6 економік перебуває на фазі поживлення, 5 економік – на фазі росту та 1 економіка – на фазі спаду. Більш детально нами проаналізовано економічні цикли найбільших економік СНД: Російської Федерації, України, Казахстану та Білорусії, які у сукупності продукують близько 93% сукупного реального ВВП СНД. На основі оцінки піків фази підйому та встановлення меж фази спаду, для даних країн визначено періоди протягом яких було доцільно застосовувати рестрикційну або експансіоністську грошово-кредитну політику відповідно.

За результатами аналізу динаміки процентних ставок центральних банків найбільших країн СНД встановлено, що послідовно застосовував контрциклічну процентну політику лише Національний банк Казахстану. Інші центральні банки або взагалі не використовували даний інструмент, як активний елемент грошово-кредитної політики, або застосовували його для проциклічного впливу орієнтуючись на цілі безпосередньо не пов'язані з регулюванням фаз економічного циклу.

Інші інструменти ГКП (обов'язкове резервування; валютні інтервенції, операції з підтримки ліквідності) переважно мала нейтральний характер щодо параметрів економічного циклу. Порядок їх застосування визначався чинниками, що лежать у площині забезпечення стабільної динаміки обмінного курсу, регулювання рівня інфляції, забезпечення достатньої ліквідності банківської системи, формування золотовалютних резервів і т.д. Отже, їх доцільно переважно розглядати у площині автоматичного регулювання параметрів грошового ринку, а не дискреційного впливу на фази економічного циклу. Певним виключенням є обов'язкове резервування, яке більшістю центральних банків (крім НБУ) використовувалось для антициклічного регулювання.

Враховуючи зазначене вище, видається доцільним формування більш активної та дієвої антициклічної грошово-кредитної політики центральними банками найбільших економік СНД у межах, що не суперечать виконанню їх основної функції – забезпечення стабільності національної валюти. Потрібно підкреслити, що зовнішня (обмінний курс) та внутрішня (рівень інфляції) стабільність національної валюти перебуває у безпосередньому взаємозв'язку із динамікою реального ВВП, а отже і параметрами фаз економічних циклів. Останнім часом акцент у інтерпретації основної функції центральних банків найбільших країн СНД зміщується від підтримки стабільності валютного курсу до забезпечення прийняттого рівня інфляції (впровадження інфляційного таргетування).

Повноцінне вирішення завдання формування більш активної та ефективної антициклічної грошово-кредитної політики можливе лише при вирішенні цілого ряду об'єктивних проблем у сфері регулювання економічних процесів. По-перше, недостатньо точні прогнози макроекономічної динаміки. Для ефективного застосування інструментів антициклічної грошово-кредитної політики центральні банки повинні мати своєчасні та достовірні оцінки прогнозованої динаміки основних макроекономічних параметрів (перш за все ВВП), що визначають фази економічного циклу.

По-друге, необхідно реформувати модель ГКП для підвищення ефективності застосування ставок центральних банків для впливу на фази економічного циклу. Потрібно зазначити, що протягом 2009-2010 років в окремих країнах СНД було

здійснено ряд заходів спрямованих на підвищення дієвості процентного каналу трансмісійного механізму. Зазначені заходи, а також подальше формування необхідних умов ефективної роботи процентного каналу у перспективі сприятимуть використанню процентної політики, як основного елементу антициклічної грошово-кредитної політики. Даний підхід цілком узгоджується із міжнародним досвідом.

По-третє, узгодження застосування інших інструментів грошово-кредитної політики (обов'язкове резервування; валютні інтервенції, операції з підтримки ліквідності), які переважно застосовуються для автоматичного регулювання грошового ринку із цілями антициклічної грошово-кредитної політики.

Вирішення зазначених проблем сприятиме формуванню ефективної антициклічної монетарної політики, сприятиме забезпеченню рівноважного стану грошового ринку та підтримуватиме стійке економічне зростання.

Список літератури

1. Friedman, Milton, and Anna J. Schwartz, 1963, *A Monetary History of the United States, 1867–1960* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press for the National Bureau of Economic Research).
2. Friedman, Milton, and Anna J. Schwartz, 1975, *Money and Business Cycles, The State of Monetary Economics* (p. 32 - 78)
3. Mendoza, Enrique, and Marco E. Terrones, 2008, “An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data,” NBER Working Paper No. 14049, (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
4. Rajan, Raghuram, and Luigi Zingales, 1998, “Financial Dependence and Growth,” *American Economic Review*, Vol. 88 (June), pp. 559–86.
5. Wynne, Mark A., and Nathan S. Balke, September 1995, “Are deep recessions followed by strong recoveries? Results for the G-7 countries” working paper, Federal Reserve Bank of Dallas.
6. Савченко Т.Г. Циклічність економічних процесів та вплив Національного банку України на фази економічних циклів // Вісник Національного банку України. – 2011. – №6. – С.38-44
7. Business Cycle Dating Programs (BBQ). James Engel / National Centre for Econometric Research // <http://www.ncer.edu.au/data>
8. National accounts main aggregate database of The Economic Statistics Branch of the United Nations Statistics Division// <http://unstats.un.org/unsd/snaama/selbasicFast.asp>
9. Official site of the Interstate Statistical Committee of the Commonwealth of Independent States // <http://www.cisstat.com/eng/index.htm>
10. Harding Don, and Adrian Pagan. *Dissecting the Cycle* / Melbourne Institute Working Paper No. 13/99, May 1999. – 34 p.
11. Harding Don, and Adrian Pagan. *Measurement of Business Cycles* / Melbourne Institute Working Paper, June 2006. – 12 p.
12. International Monetary Fund (IMF), 2009, *World Economic Outlook: Crisis and Recovery* (Washington, April).
13. Bernanke, Ben S., 1995, “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9 (Autumn), pp. 27–48.
14. Romer, Christina D. and David Romer, 1989, “Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz,” in *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 4, ed. by Olivier Jean Blanchard and Stanley Fischer (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
15. Peersman, Gert, and Frank Smets, 2001, “Are the Effects of Monetary Policy Greater in Recessions than in Booms?” ECB Working Paper No. 52 (Frankfurt: European Central Bank).
16. National Bank of the Republic of Kazakhstan, 2010, *Financial Stability Report of Kazakhstan* // <http://www.nationalbank.kz/?docid=577>
17. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / За ред. В.С. Стельмаха. – К.: Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с.
18. Про процентну політику Національного банку України: положення, затверджене постановою Правління НБУ № 389 від 18.08.2004 // <http://zakon1.rada.gov.ua>
19. Програма розвитку банківського сектора економіки Республіки Беларусь на 2006 – 2010 годы, указ Президента Республіки Беларусь №27 от 15.01.2007 // <http://www.nbrb.by/publications/banksectordev06-10.pdf>
20. Сомик А. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в період кризи: кредитний та процентний канали // Вісник Національного банку України. – 2010. – № 10.
21. Duenwald Christoph, Gueorguiev Nikolay, Schaechter Andrea. *Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Cases of Bulgaria, Romania, and Ukraine* / IMF Working Paper, June 2005. – 33 p.

Додаток А
Характеристика циклів країн СНД за період з 1991-2010 рр.

країна	Тривалість ¹			Амплітуда ²		
	спад	Пожвавлення ³	підйом	спад	Пожвавлення ⁴	підйом
1. Основні параметри циклів у розрізі країн СНД						
Азербайджан	22	36	22	-58,12	164,45	113,63
Арменія	12	44	15	-53,09	125,08	56,8
	5	4		-16,1	2,60	
Білорусія	20	31	22	-34,86	59,91	60,57
	2	2	3	-0,4	7,60	
Грузія	16	55		-72,33	144,01	
	5	4		-5,37	6,30	
Казахстан	20	6		-38,61	2,21	
	4	20	18	-1,9	68,41	36,18
	3	1	4	-2,4	7,00	
Киргизстан	20	34		-49,32	58,47	
	3	18		-0,2	24,16	
	3			-1,4		
Молдова	26	2		-62,89	1,60	
	7	37		-9,69	67,35	
	4	4		-6,5	6,90	
Росія	26	2		-40,15	1,40	
	4	36	3	-5,3	83,27	5,6
	5	4		-7,9	4,00	
Таджикистан	26	54		-68,32	160,35	
Туркменістан	10	2		-18,88	1,50	
	8	4		-23,25	6,70	
	4	30	20	-11,4	68,72	56,24
Узбекистан	22	22	36	-18,89	26,73	86,8
Україна	34	37		-59,21	81,76	
	5	4		-17,2	4,20	
2. Узагальнені характеристики циклів по усім країнам СНД.						
Середнє (1)	12,2	19,7	15,9	-26,3	47,4	59,4
Середньоквадратичне відхилення (2)	9,44	18,16	10,41	23,64	53,44	31,94
Коефіцієнт варіації (2)/(1)	0,78	0,92	0,66	0,90	1,13	0,54
Кількість спостережень	26	25	9	26	25	7
3. Характеристики циклів найбільших економік СНД: Росія, Україна, Казахстан, Білорусія.						
Середнє (1)	12,3	14,3	10,0	-20,8	32,0	34,1
Середньоквадратичне відхилення (2)	11,02	14,35	8,27	19,74	34,37	33,84
Коефіцієнт варіації (2)/(1)	0,90	1,00	0,83	0,95	1,07	0,99
Кількість спостережень	10	10	5	10	10	3
4. Характеристики високо синхронізованих спадів спричинених фінансовою кризою 2008-2009 років.						
Середнє (1)	4,1	3,3	3,5	-8,0	5,5	-
Середньоквадратичне відхилення (2)	1,12	1,16	0,50	5,96	1,76	-
Коефіцієнт варіації (2)/(1)	0,27	0,35	0,14	0,75	0,32	-
Кількість спостережень	7	7	2	7	7	-

Джерело: власні розрахунки.

¹Кількість кварталів.

²Процентна зміна реального ВВП.

³Кількість кварталів до відновлення до рівня 1990 року.

⁴Процентне збільшення реального ВВП до рівня 1990 року;

для спадів спричинених фінансовою кризою 2008-2009 років процентне збільшення реального ВВП через рік після завершення спаду.

Додаток Б

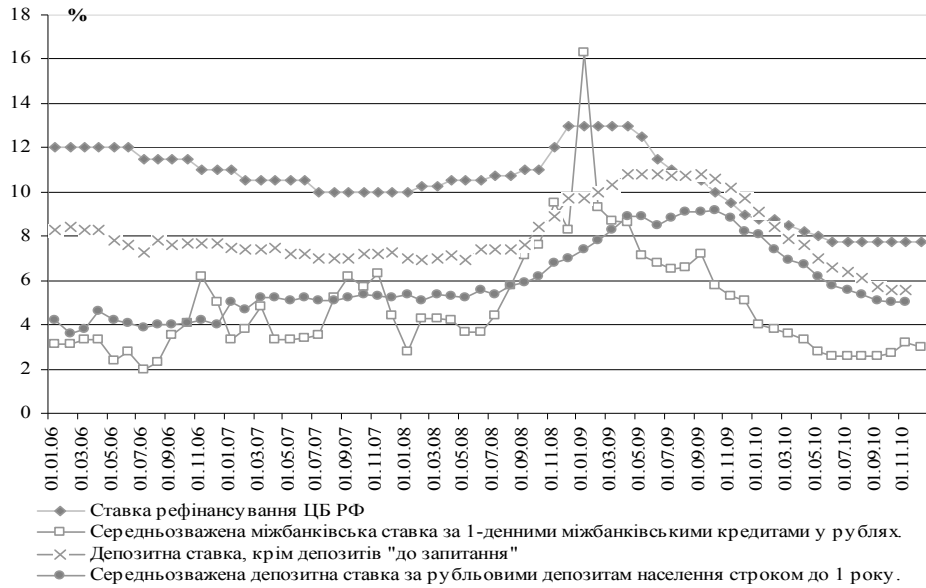


Рис. Б.1 – Динаміка процентних ставок банківської системи Російської Федерації

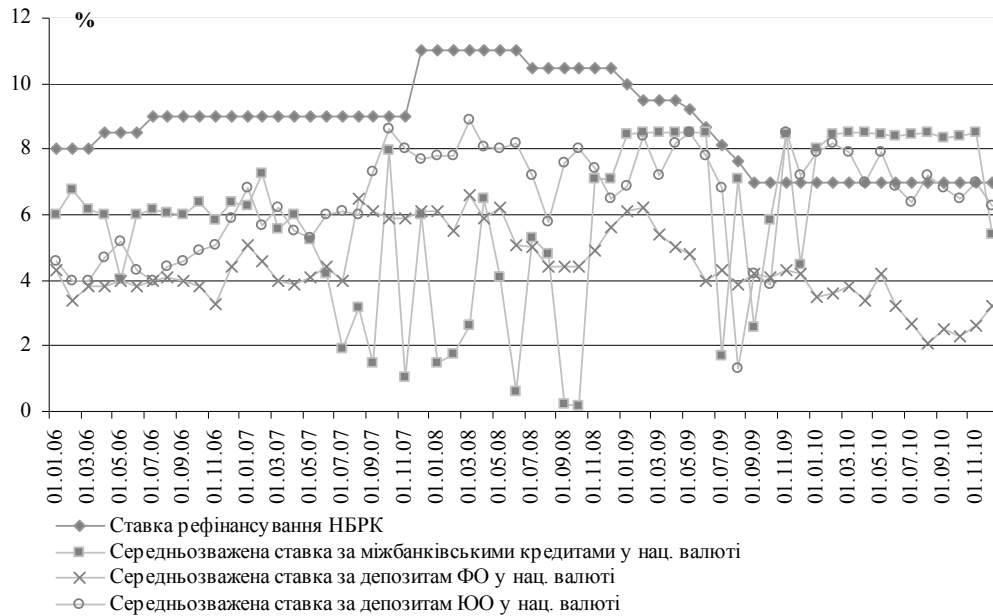


Рис. Б.3 – Динаміка процентних ставок банківської системи Республіки Казахстан



Рис. Б.2 – Динаміка процентних ставок банківської системи України

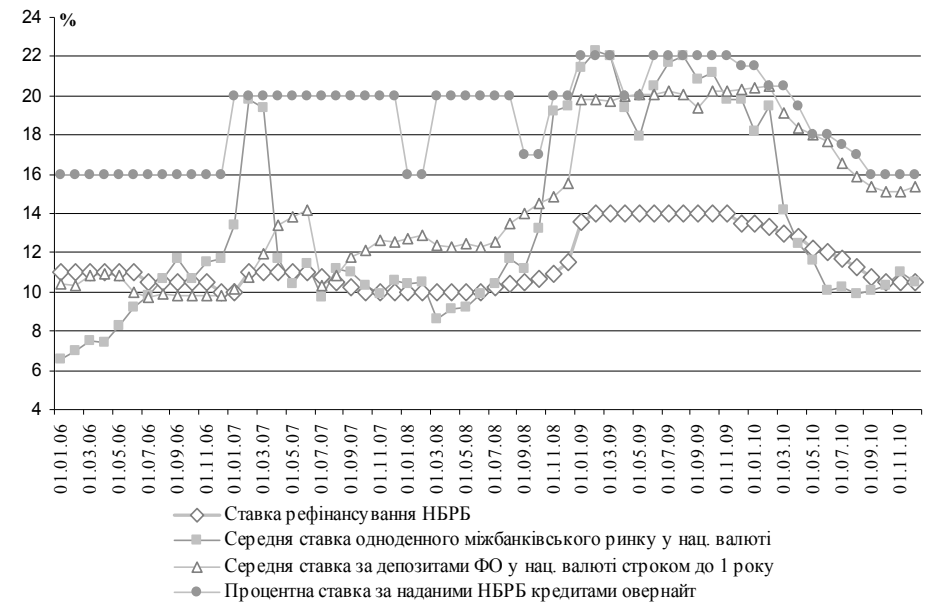


Рис. Б.4 – Динаміка процентних ставок банківської системи Республіки Білорусь