
РОЗДУМИ НАД ПРОЧИТАНИМ

УДК 338.23:336.74

С. А. БУКОВИНСЬКИЙ,
кандидат економічних наук,
Голова Ради Національного банку України,
Заслужений економіст України
(Київ)

ГРОШОВО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА В СУЧАСНИХ УМОВАХ

Окреслено можливості модернізації монетарної теорії і політики відповідно до сучасних економічних та інституціональних умов та з огляду на ненейтральність грошей у довгостроковому періоді. Показано, що у провідних економіках грошово-кредитна політика дедалі більше віддаляється від традицій і консенсусів. Привернуто увагу до глибоких і складних взаємозв'язків монетарної сфери з економікою країни, моделлю державного регулювання, системою інститутів, розуміння яких відкриває нові можливості для підвищення ефективності грошово-кредитної політики.

Ключові слова: грошово-кредитна політика, глобальна фінансово-економічна криза, капіталізація, монетизація, сек'юритизація.

S. A. BUKOVYNS' KYI,
Cand. of Econ. Sci.,
Head of the Council of the National Bank of Ukraine,
Honored economist of Ukraine
(Kyiv)

MONETARY POLICY UNDER MODERN CONDITIONS

The possibilities to modernize the monetary theory and policy according to the modern economic and institutional conditions with regard for the nonneutrality of money in a long-term period are outlined. It is shown that the monetary policy in the leading economies goes away more and more from traditions and consensuses. The attention is paid to the profound and complicated interconnections of the monetary sphere with country's economy, a model of state's control, and the system of institutions, whose comprehension opens new possibilities to enhance the efficiency of the monetary policy.

Keywords: monetary policy, global financial-economic crisis, capitalization, monetization, securitization.

Глобальна криза породила виклики до всіх сфер суспільства. Але в серцевині цих викликів знаходиться фінансово-економічна сфера, в якій грошово-кредитній політиці належить роль центрального регулятора. У зв'язку з цим вихід рецензованої книги [1], яку присвячено сучасним викликам до грошово-кредит-

Буковинський Станіслав Альбінович (Bukovyns'kyi Stanislav Al'binovych) – e-mail: Stanislav.Bukovynskyi@bank.gov.ua.

ної політики та можливим відповідям на них, становить не тільки теоретичний, а й практичний інтерес. Це пов'язано з рядом обставин.

Період з кінця 1990-х років ще зовсім недавно обіцяв стати "кінцем історії" в еволюції грошово-кредитної політики: було досягнуто консенсусів щодо її теоретичної моделі (неокласичний синтез), потенціалу і місця в арсеналі макроекономічного регулювання (Вашингтонський консенсус), оптимальної цілі (цінова стабільність), монетарного режиму (таргетування інфляції), оптимального рівня інфляції (2–3%), оптимального інструменту (процентні ставки). На піднесенні технологічної хвилі, коли рух уперед обіцяв стрімке зростання добробуту, панівна економічна теорія перетворилася на ідеологію.

Глобальна фінансово-економічна криза, що розпочалась у 2008 р. і практично паралізувала грошові ринки у США та Європі, надала грошово-кредитній політиці антикризової спрямованості, поповнивши її арсенал нетрадиційними інструментами (напрацьованими науковими дослідженнями політичних помилок Великої депресії та досвідом подолання банківських панік у різних країнах). Спершу ці заходи не надто розходилися з уявленнями про "best practice" монетарної політики, і центральні банки провідних економік декларували паралельне проведення як традиційної, так і нетрадиційної монетарної політики, націленої на "ремонт" її трансмісійного механізму. Але врятовані державами фінансові сектори не повернулися до попереднього стану — цілі сегменти попиту на фінансових ринках зникли або звузилися, змінилася структура не лише фінансового, а й реального секторів, а світова економіка до цього часу перебуває у важкому стані.

Оскільки гальмування економік відбулося після кризи у фінансовому секторі, від грошово-кредитної політики стали вимагати виправлення ситуації і в реальному сегменті. Ще зовсім недавно такий підхід вважався проявом нецтва або наукової маргінальності. Сьогодні ж відкрито ведуть наукові дискусії про потенціал монетарного стимулювання (понад забезпечення стабільних цін) і втілюють ці ідеї в життя. Грошово-кредитна політика ФРС США у відхиленні від свого традиційного курсу пройшла цілий ряд етапів: від цільової підтримки окремих сегментів фінансового ринку, збільшення грошової маси через механізми "кількісного пом'якшення", фіксування процентних ставок на кілька років наперед, викупу довгострокових цінних паперів, відкритих часових інтервалів програм кількісного пом'якшення, оголошення, поряд з цільовим орієнтиром інфляції, граничного значення рівня безробіття, після досягнення яких можливе підвищення процентної ставки, до майже повної дискреції, коли після наближення рівня безробіття до граничної позначки Комітет відкритого ринку ФРС у березні 2014 р. визнав, що "навіть після того, як показники безробіття та інфляції наближаються до цільових значень, економічні умови можуть давати підстави і надалі утримувати ставку ФРС на рівні, нижчому від нормального для довгострокового періоду" *. Європейський центральний банк від підтримки окремих сегментів фінансових ринків зони євро також перейшов до довгострокового рефінансування за вкрай низькими процентними ставками і під широкий спектр застав. Голова Банку Англії М. Карні позитивно оцінив потенці-

* FOMC statement. — 2014. — March 19 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140319a.htm>.

ал нового монетарного режиму – таргетування номінального ВВП. Банк Англії крім масштабних програм “кількісного пом’якшення” спільно з Казначейством запровадив спеціальну програму стимулювання банками кредитування реального сектору; в серпні 2013 р., подібно до ФРС США, Банк Англії оголосив мінімальний рівень безробіття, після досягнення якого можливе згортання монетарного стимулювання, а коли, як і у США, рівень безробіття в країні знизився до майже граничного, то, визнаючи обмеженість цього показника, замість нього в якості індикатора для монетарної політики почав використовувати показник незадіяних виробничих потужностей. У рамках програми реформ, оголошеної прем’єр-міністром Японії Сіндзо Абе, що дістала назву “абеноміка”, Банком Японії прийнято нову, більш амбіційну мету щодо підвищення інфляції в країні і запроваджено масштабну програму кількісного монетарного стимулювання. Японія і Швейцарія здійснювали масштабні інтервенції на валютних ринках для запобігання надмірному зміцненню своїх національних валют.

На думку лауреата Нобелівської премії з економіки П. Кругмана, “економіки нині перебувають у “задзеркаллі”, де те, що в звичайному світі є чесною, стає вадою, а розважливість – дурістю” [2]. Особливою гостротою сьогодні відзначаються і наукові дискусії щодо монетарної політики. З одного боку, це “радикальне кейнсіанство” Кругмана, який вважає надто обережною навіть політику монетарної експансії у США і схвально оцінює бажання прем’єр-міністра Японії Сіндзо Абе обмежити незалежність Банку Японії, а з іншого – відродження ідей австрійської школи щодо згубності стимулюючої політики держави, та й самого існування центральних банків [3].

Проблеми сповільнення економічного зростання (у 2012 р. ВВП України зріс лише на 0,2%, а у 2013 р. зростання взагалі припинилося) та спаду кредитної активності банків (у 2012 р. розширення монетарної бази на 6,4% призвело до зростання грошової маси на 12,5% і кредитів нефінансовим корпораціям – лише на 5,2%, а у 2013 р. збільшення монетарної бази на 20,3% забезпечило приріст кредитів нефінансовим корпораціям на 14,3%) украї актуальні і для України. Те саме стосується і високих процентних ставок в умовах посткризового зниження схильності до ризику. В Україні гострота цієї проблеми вражає: у 2012 р. в умовах дефляції середньозважені процентні ставки за кредитами нефінансовим корпораціям становили 14,5%, а домашнім господарствам – 27,4%; у 2013 р., за інфляції споживчих цін на рівні 0,5%, вони дорівнювали, відповідно, 13,2% і 27,3%. Дискусійним залишається питання і щодо оптимального для української економіки режиму обмінного курсу.

Автори монографії не обмежуються розповіддю про “пригоди” грошово-кредитної політики у “задзеркаллі” (кризовій реальності) та коригування зв’язків, що характеризують механізм функціонування економіки. Критика попередніх концепцій ведеться переважно не через виявлення їх недоліків, а через адекватне новим реаліям формулювання проблем і пошуки підходів до їх розв’язання.

Книга розпочинається розділом “Фундаментальні і актуальні основи грошово-кредитної політики”. Автори застосували методологію пошуку тих структурних складових грошово-кредитної політики, які входять у її фундаментальну основу, але сьогодні набули нового актуального звучання. Тут викладено теоретичні концепції, які є основоположними для грошово-кредитної політики, поясню-

ють сутність вартості, грошей, ціни та їх співвідношення, а також деякі теоретичні підходи і аспекти соціально-економічної реальності, що актуалізувалися в сучасних умовах.

Розроблені соціально-часова теорія вартості, представницька теорія грошей та рефлексивна теорія ціни можуть слугувати методологічною основою для пояснення як історично минулих, так і новітніх ринкових процесів, і перш за все — проблеми відриву віртуальної вартості від реальної, що, власне, і призвело до фінансової кризи. Ці теорії розкривають сутність вартості, грошей і ціни у їх еволюції, а не лише на певному етапі розвитку економічних відносин. Згідно з соціально-часовою теорією, вартість є основою вибору блага, гранична корисність якого дорівнює корисності вільного часу, від якого необхідно відмовитися, перетворивши його на суспільно-необхідний робочий час, уречевлений і просторово локалізований у товарах, що потім у своєму русі в якості особливий форми єдності економічного простору і часу відокремився від матеріально-речових благ і витрат праці і став у вигляді грошей еквівалентом часу відтворення блага. У представницькій теорії гроші є представником вартості як еквівалента в обміні. Відповідно до цієї концепції, вони спочатку виникають як особливий товар, в якому втілена вартість, яку він представляє. Але оскільки репрезентувати вартість може не тільки реальний товар, але і будь-який інший знак або символ, то поступово в процесі історичного розвитку матеріальність представника зникає і залишається лише його ідеальний образ (ідеальний у двох значеннях — як нематеріальний і як найбільш досконалий, такий, що досяг граничної відповідності своїй суті). Рефлексивна теорія розкриває сутність ціни як рефлексію вартості, її відображення в грошах, пізнання вартістю самої себе, зняття її трансцендентності.

Книга також знайомить читача з деякими неортодоксальними теоріями та концепціями, які допомагають краще пояснити сучасну соціально-економічну реальність і виробити адекватну їй монетарну політику. Серед них — концепція рефлексивності фінансових ринків Дж. Сороса, боргова теорія депресій І. Фішера, гіпотеза фінансової нестабільності Х. Мінські і, нарешті, парадигма монетарної економіки, запропонована в рамках інформаційної економічної теорії Дж. Стігліцем, Е. Уейсом, Б. Грінвальдом та іншими.

Автори показують, що однією з найбільш ефективних спроб урахувати в макроекономічних моделях проблеми поведінки фінансових посередників, боргового фінансування, рефлексивності в оцінці економічними агентами майбутнього є інформаційна економічна теорія. У монографії значну увагу приділено монетарній парадигмі даної теорії. І це дуже важливо, оскільки вона є чи не найстрункнішою альтернативною "мейнстріму" монетарною теорією, яка включає мікроекономічні засади, макроекономічну модель і чіткі висновки для макроекономічної політики та фінансового регулювання. Ця теорія ще задовго до кризи обґрунтовувала важливість регулювання кількісних параметрів грошово-кредитного ринку, необхідність зміщення акценту регуляторів з грошей на кредит, існування тісного взаємозв'язку і переплетіння цілей та інструментів грошово-кредитної політики і фінансового регулювання. Книга Дж. Стігліца та Б. Грінвальда "До нової парадигми монетарної економіки", де представлено цю теорію, не була перекладена ані українською, ані російською мовою, тому автори монографії більш детально знайомлять із нею читача.

Природно, виникає запитання: що в сукупності дають описані в книзі не-ортодоксальні підходи для побудови більш адекватної сучасним викликам парадигми грошово-кредитної політики? Автори монографії вважають, що ці підходи є будівельними блоками інформаційно-інституціонально-поведінкової парадигми монетарної політики. Вона поєднує два підходи. Перший – інформаційно-поведінковий, який активно розвивають такі відомі економісти, як Дж. Акерлоф, Дж. Стігліц, Д. Канеман, А. Тверські та інші, – розглядає вплив інформації на поведінку економічного суб'єкта. Другий – інституціонально-поведінковий – визначає, як правила і норми впливають на поведінку економічного суб'єкта. Разом вони утворюють інституціонально-інформаційно-поведінкову парадигму, в якій увага, у свою чергу, акцентується не просто на поведінці у відповідь на надходження інформації, а на тих основах, на яких приймаються рішення.

Причетність грошово-кредитної політики до формування глобальних дисбалансів заперечує тезу про нейтральність грошей в довгостроковому періоді. У цьому зв'язку в рецензованій монографії розглядаються структурно-інституціональні ефекти грошово-кредитної політики в умовах фінансової нестабільності.

Одним з добре відомих елементів докризового економічного консенсусу був універсальний оптимальний рівень інфляції у 2% – поправка нульової інфляції на статистичні похибки і структурні зміни, що постійно відбуваються в економіці. Монетарні стратегії провідних держав допускали тимчасові відхилення від цього орієнтира у разі інфляції пропозиції, яку здебільшого пов'язували з дією негативних зовнішніх шоків. Утім, багато країн, що розвиваються, досягали максимальних темпів зростання за вищих рівнів інфляції. На сучасному етапі дедалі частіше лунають заклики до необхідності підвищення граничних рівнів інфляції і для провідних економік, які також перебувають у процесі посткризового структурного коригування. З огляду на це у монографії запропоновано теоретичну модель взаємозв'язку інфляції і виробництва в контексті недосконалості реальних ринків, згідно з якою оптимальний рівень інфляції дорівнюватиме її значенню, за якого перша похідна цінової еластичності сукупної пропозиції становитиме нуль.

Ще одним аспектом, який визначає взаємодію між реальними і монетарними змінними і, відповідно, ефективність грошово-кредитної політики, є ускладнення взаємозв'язків між монетарною владою, фінансовими посередниками та нефінансовим сектором в умовах глобалізації, розвитку інформаційних технологій та мережевих структур. У монографії показано, як змінюється ефективність суверенного грошово-кредитного регулювання з огляду на те, що на сучасному етапі суверенний монетарний простір включає: частину глобального простору потоків фінансового капіталу, на території якого діють національні регулятивні норми і виникають специфічні суверенні ризики; мережу кредитних відносин, що реалізуються виходячи з оцінки ризиків національного і глобального середовища; фінансові установи, які є провідниками монетарних імпульсів, але цілі яких усе більше виходять за межі дій монетарного і фінансового регуляторів, оскільки вони є складовими різноманітних національних і транснаціональних мереж, утворених для досягнення автономних цілей.

Другий розділ книги "Світова фінансово-економічна криза і зміна підходів до проведення грошово-кредитної політики" присвячено аналізу світової фінансово-економічної кризи, що розпочалася у 2008 р., та її впливу на грошово-кредитну політику. Автори не обмежуються узагальненням різних підходів до причин сучасної кризи та викладенням власного бачення. Додержуючись логіко-історичної методології розгляду теорій і явищ, вони пропонують власний підхід до фундаментального аналізу фінансово-економічної динаміки. Згідно з ним, основна причина криз завжди полягає в суперечності, яка виражає співвідношення двох істотних сторін явища. Зокрема, головною суперечністю сучасної фінансово-економічної системи є суперечність між виробництвом реальної вартості та рухом її грошових і фінансових форм. У свою чергу, вона проявляється в цілій системі протиріч: між попитом і пропозицією, вартістю і грошима, доходами і фінансовими зобов'язаннями (боргами). Суперечності між попитом і пропозицією вирішуються в процесі капіталізації; між вартістю і грошима — в процесі монетизації; між доходами і фінансовими зобов'язаннями — у процесі сек'юритизації. Ці три процеси — капіталізації, монетизації та сек'юритизації — перебувають у рефлексивній взаємодії (зумовленій рефлексивною природою ціни). Автори доводять, що саме це і є серцевиною накопичення диспропорцій, віртуалізації економіки і розгортання криз. Динамічний розвиток економіки і зростання прибутків викликають збільшення капіталізації (перетворення різних ресурсів у капітал), яка неминуче включає в себе фіктивну вартість. "Збільшення капіталізації створює додатковий попит на гроші..., що призводить до зростання монетизації економіки, яка, у свою чергу, створює додаткові можливості капіталізації. Від'ємна вартість (борги), що виникає в процесі господарського обороту, і заснована на ній сек'юритизація органічно влітаються в процес капіталізації і слугують додатковим фактором монетизації. На цій основі виникають фінансові бульбашки.

Цьому сприяє існуючий *механізм накопичення "зайвих" грошей у світовій економіці*. Сучасна система грошового обігу, емісії грошей і накопичення влаштована таким чином, що зайвий випуск грошей в економіку відразу не приводить до відповідного зростання споживчих цін. У розвинутих країнах додаткові доходи населення через задоволеність базових потреб відразу не виливаються на споживчий ринок. Існують резервуари, які першими поглинають цей "надлишок": це фінансовий ринок, ціни на нерухомість, монопольні товари. "Надлишок" грошей в економіці спочатку приводить не до зростання споживчих цін, а до збільшення капіталізації, цін на нерухомість, кредитування (під більш дорогу нерухомість і дорожчі цінні папери одержуються більші кредити і т. д.). Наповнення таких резервуарів відсуває в часі виявлення диспропорцій та призводить до їх накопичення. Неминучим наслідком цього є досягнення точки, в якій починається криза, і потім відбуваються зрушення, що приводять структуру цін у відповідність з реальними вартісними пропорціями" [1, с. 107–108].

Основними векторами розв'язання внутрішніх суперечностей фінансово-економічної системи, на думку авторів, є: встановлення відповідності між рухом реальної вартості та її грошових і фінансових форм, що забезпечить адекватну стану економіки міру співвідношення капіталізації, монетизації та сек'юритизації, блокування їх рефлексивної мультиплікації і ентропії фінансово-економіч-

ної системи; утворення декількох емісійних центрів регіональних валют (наприклад, зони юаня, динара, рубля тощо), що переберуть на себе частину функцій, які нині виконує американський долар як світова валюта, що зробить емісію більш контрольованою; перехід від переважно параметричного до переважно інституціонального регулювання економіки за допомогою системи правил і обмежень (бюджетних, монетарних, інвестиційних та ін.), що дозволять суб'єктам ухвалювати збалансовані рішення в умовах зростання параметричної невизначеності, і глобалізація регулювання [1, с. 113].

Автори виділяють принципові особливості глобальної фінансово-економічної кризи, що розпочалася у 2008 р. По-перше, вона має очевидну інституціональну основу: "...швидка фінансова глобалізація не стала б можливою без створення спеціальних інституціональних умов зниження або повного усунення оцінки ризику з процедур прийняття інвестиційних рішень" [1, с. 116]. По-друге, *"виникнення глибокої кризи було зумовлено фактором легкодоступності грошей, що сприяло частковій втраті ними обов'язкової властивості будь-якого економічного блага – рідкісності. Внаслідок цього ціни як грошове вираження вартості втратили інформаційну надійність, а суб'єкти ринку дістали можливість економити на професійності, компетентності"* [1, с. 118]. По-третє, *"сучасна криза пов'язана із змінами ціннісної спрямованості. В їх основі – вплив негативних інституціональних і технологічних тенденцій постіндустріального та глобального розвитку. Їх результатом стає недовіра до свободи як такої і пов'язана з цим масова відмова від ризиків і відповідальності. У результаті ми спостерігаємо вкрай небезпечну кризу суб'єктності, масову втрату статусів, посилення загальної конфліктності в економіці. Реально позначилася альтернатива "стабільність чи свобода"*» [1, с. 118].

Хочемо звернути увагу на те, що передбачені у монографії напрями збалансування кризової системи вже дістають своє підтвердження в економічній політиці і змінах у господарській діяльності. Наведемо деякі з них. *"Фінансові інститути повинні істотно змінитися в плані пристосування до потреб реального сектору, до його інституціональної та галузевої конфігурації. "Радіус" їх економічної сили та повноважень частково скорочуватиметься. Вимоги до якості та структури капіталу ставатимуть жорсткішими.*

Повинна бути конституційована нова фінансова та інституціональна роль держави, підкріплена новими інструментами і методами державного регулювання ринків. Швидше за все, це буде набір важелів, який включає як загальні, так і спеціалізовані інструменти, що можна об'єднати в таку нову інституцію, як єдиний регулятор.

Нова система повинна відродити принципово важливий статус персоніфікованого ризику інвестора у прийнятті інвестиційних рішень. Як наслідок виникне попит на новий клас фінансово-інвестиційних інституцій з більш коротким радіусом дії, заснованих на особистій довірі, персоніфікованих інвестиціях і реальних активах" [1, с. 119].

Далі автори формулюють виклики сучасної фінансово-економічної кризи до грошово-кредитної політики і характеризують особливості відповідей на них центральними банками провідних економік – США, єврозони та Великобританії. Основний виклик зводиться до невідповідності традиційного змісту гро-

шово-кредитної політики сучасному економічному та інституціональному середовищу, зокрема, неадекватності традиційного розуміння її цілей, механізмів, інструментів і результатів. Так, викликом для традиційного розуміння цілей грошово-кредитної політики є те, що не працює усталена система розподілу цілей між інструментами макроекономічного регулювання: грошово-кредитною і фіскально-бюджетною політикою. Виклик механізмам та інструментам грошово-кредитної політики — це виклик "традиційному" підходу до проведення грошово-кредитної політики, що базується на принципах неокласичного синтезу: вибір процентної ставки (ціни грошей), а не їх кількості як інструменту грошово-кредитної політики (вважається, що ціновий механізм є найефективнішим регулятором ринку); вибір короткострокової процентної ставки як головного інструменту грошово-кредитної політики (виходить з мікроекономічної гіпотези ринкових очікувань, згідно з якою прибутковість довгострокових інструментів є середньою геометричною очікуваних доходів за короткостроковими інструментами, а премія за ризик береться фіксованою); вибір операцій РЕПО як інструменту зміни ключової процентної ставки центрального банку (зумовлений бажанням обмежити вплив регулятора на структуру балансів суб'єктів економіки) [1, с. 121]. Виклики до механізмів та інструментів грошово-кредитної політики полягають у: неефективності процентної ставки як інструменту грошово-кредитної політики в умовах кризи; відсутності зв'язку між коротко- і довгостроковими ставками центрального банку; неефективності інструментів РЕПО, які не впливають на структуру балансу центрального банку та економічних суб'єктів; у тому, що не працює система автоматичного розподілу емісійних ресурсів між суб'єктами господарювання [1, с. 122]. І нарешті, викликом кризи до результатів грошово-кредитної політики стало різке зростання їх невизначеності. Справді, сьогодні як у політичних, так і в академічних колах існують абсолютно полярні оцінки необхідних масштабів і можливих наслідків безпрецедентного монетарного стимулювання.

Серйозним методологічним провалом монетарної економіки стали ігнорування нелінійних системних ефектів, що виникають в економічній системі, і відсутність макрорегулювання ризиків. Звідси — існування нерозв'язаних у традиційних рамках парадоксів монетарного регулювання: проциклічність регулюючих заходів, парадокси існування кредитора останньої інстанції, суперечності цінової та фінансової стабільності, парадокси пруденційної політики, суперечності кількісних індикаторів фінансової стабільності на мікро- і макрорівнях. Ядром парадигми макрорегулювання ризиків може стати запропонована в монографії холістична парадигма системних ризиків, що спирається на методологію складних систем і дає розуміння внутрішніх закономірностей когерентної поведінки ринкових агентів. Нове розуміння системних ризиків дозволяє ширше визначити концепцію фінансової стабільності для економіки в цілому, а не тільки для фінансової системи у вузькому, традиційному, сенсі.

Окремий розділ книги "Грошово-кредитна політика в Україні в умовах фінансово-економічної кризи і посткризового відновлення: зовнішні та внутрішні аспекти" присвячено грошово-кредитній політиці України в широкому контексті зовнішніх і внутрішніх макроекономічних, політичних і фінансо-

вих процесів. Такий підхід не характерний для традицій монетарного аналізу останніх 20 років, адже скрізь культивувалися теорія та інституціональне втілення незалежної монетарної політики, що понад усе ставить одну пріоритетну ціль і може тимчасово від неї відступити лише під впливом зовнішніх шоків. Ефективність грошово-кредитної політики, відповідно, оцінювалася за виконанням даної цілі. Насправді такий стан речей означав лише, що на певному етапі в певних економіках було оптимальним саме таке збалансування цілей макро-економічного регулювання. У незбалансованих економічних системах, до яких належить і економіка України, взаємозв'язки грошово-кредитної політики з політичними процесами, інституціональними, структурними і соціальними проблемами проглядаються більш рельєфно. Це переконливо демонструють автори монографії.

У 1992–1999 рр. економіка України перебувала у стані трансформаційного спаду. Глибока девальвація національної валюти під час кризи 1998–1999 р., що надала значні цінові переваги українським експортерам, сприятлива зовнішньоекономічна кон'юнктура та наявність запасу незадіяних виробничих потужностей перетворили експортерів на локомотив економічного зростання. Відтоді в умовах відсутності дійової структурної політики і появи нових “точок росту” грошово-кредитна політика націлювалася на збереження курсової складової цінової конкурентоспроможності експортерів. У 2004–2005 рр. до структурного чинника грошово-кредитної політики в Україні додався політичний, пов'язаний з рішенням використати отримані завдяки позитивним зовнішнім факторам переваги у політичній боротьбі – для активного бюджетного стимулювання споживчого попиту. Якщо у 2000–2002 рр. на оплату праці і трансферти населенню витрачалося не більше 38%, то у 2005–2008 рр. – вже понад 50%. З 2004 р. стрімко набирає обертів перевищення темпів зростання заробітної плати над темпами зростання продуктивності праці (2,1% у 2003 р., 13,4% у 2004 р., 26,5% у 2005 р. і 28,2% у 2008 р.) [1, с. 183–184]. Це привело до зростання споживчого попиту, який вже у 2005 р. стало неможливо задовольняти за допомогою потужностей національної економіки. Почалося стрімке збільшення імпорту, що наступного року спричинило формування від'ємного сальдо рахунку поточних операцій платіжного балансу. Як свідчить проведений авторами статистичний аналіз, щоразу стрімке підвищення соціальних виплат супроводжувалося зростанням інфляції (її динаміка у 2003–2008 рр. фактично повторює динаміку соціальних трансфертів) і падінням інвестицій в основний капітал (річні темпи їх приросту знизились у 2005 р. до мінімальних 1,9% проти 28% в 2004-му). Через 3 роки така ситуація практично повністю повторилася – 3–4-разове прискорення соціальних виплат з бюджету супроводжувалось абсолютним падінням інвестицій в основний капітал: –2,6% у 2008 р. проти приросту на 29,8% у 2007 р. [1, с. 208–209].

До дії зовнішніх і внутрішніх структурних і політичних чинників грошово-кредитної політики підключились інституціональні зміни у фінансовій системі. На зростання платоспроможного споживчого попиту в Україні активно відреагували глобальні фінансові ринки, що проявилось в динамічному зростанні припливів капіталу, зокрема, експансії іноземних банків і зовнішньому кредитуванні вітчизняних фінустанов та українських “дочок” західних фінансових груп. В Україні було прийняте політичне рішення не протидіяти цим

процесам, адже, по-перше, насправді важко відмовитися від масштабних припливів фінансових ресурсів, а по-друге, сподівалися, що все це піднесе фінансовий сектор на якісно новий рівень. Якщо зовні характер грошово-кредитної політики у 2005 р. не змінився (продовжувалися інтервенції на підтримку курсу, що давало змогу накопичити валютні резерви), то природа емісійних процесів знала кардинальної зміни: відтоді в її основі лежав не чистий приріст доходів країни від експорту, а припливи капіталу. На цій хиткій основі до 2008 р. будувалися стабільність обмінного курсу, грошова емісія, довіра до грошової одиниці й значною мірою – до банківської системи [1, с. 184–185]. Різне падіння цін на товари українського експорту і стрімке обмеження припливів фінансового капіталу спричинили кризу платіжного балансу і стали пусковим механізмом економічної та фінансової криз в Україні.

Україна є малою відкритою економікою, тому величина і динаміка валютного курсу виступають одним з найголовніших її макроекономічних параметрів, що, поряд з внутрішньою інфляцією, визначає цінову конкурентоспроможність вітчизняного експорту. Крім того, курс іноземної валюти є важливим індикатором довіри населення до грошово-кредитної політики. Так, з 1998 р. частка валютних депозитів у структурі строкових депозитів домогосподарств не опускалася нижче від 44%, а наприкінці 2012 р. досягла 54%; важливим засобом заощаджень населення залишається і готівкова іноземна валюта. Отже, автори монографії не могли залишити поза увагою проблему валютного курсу в Україні.

У своїх дослідженнях вони спираються на аналіз ключових макропараметрів зовнішньої цінової конкурентоспроможності: номінального ефективного обмінного курсу (НЕОК), диференціалу інфляції України та її торговельних партнерів, реального ефективного обмінного курсу (РЕОК). У книзі показано, що в умовах підтримки стабільного курсу гривні до долара у 2000–2007 рр. (протягом цього періоду гривня ревальвувала відносно долара на 3,2%), динаміка НЕОК відбивала в основному ослаблення курсу долара на міжнародних ринках, перш за все щодо євро. Як наслідок, з грудня 1997 р. по грудень 2008 р. НЕОК гривні знизився на 44,6%, що означало отримання майже 1,5-разових курсових переваг українськими підприємствами [1, с. 201]. Проте, як показано в монографії, ці ефекти поступово нівелювалися зростаючою інфляцією. Вже у квітні 2008 р. зростання індексу споживчих цін у річному вимірі перевищило 30%, а індексу цін виробників промислової продукції в червні того самого року – 45%. У результаті у 2008 р. інфляція в Україні почала перевищувати її середньозважений рівень у країнах – торговельних партнерах. Унаслідок такої дії курсового і цінового чинників РЕОК гривні у 2008 р. почав зростати. Проведені авторами статистичні порівняння підтвердили наявність в економіці України класичного обернено пропорційного взаємозв'язку між динамікою реального курсу гривні та чистого експорту товарів у 2002–2008 рр. Це свідчить про існування у цей період високої цінової еластичності вітчизняного експорту [1, с. 204].

Відповідальність за стабільність грошової одиниці, покладена на Національний банк України ст. 99 Конституції України, змусила його зосередитися на інфляції. Не ставлячи під сумнів необхідність контролю за інфляцією, автори звертають увагу на ряд принципових моментів, які не було враховано. По-перше, це

природа інфляції в кожному окремому випадку. У монографії показано, що інфляція була пов'язана з перерозподілом фінансових потоків на користь споживчого ринку за рахунок виснаження виробничих інвестицій [1, с. 208–209; с. 183–184], але боротися з нею стали монетарними методами – шляхом ревальвації курсу, обмеження валютного каналу грошової емісії. Це протиставило цілі цінової та курсової стабільності й змусило робити між ними вибір. Більшість західних досліджень на цю тему доводить, що такий вибір неминучий, що “неможливо всидіти відразу на двох стільцях”. У свою чергу, автори монографії обґрунтовують, що в динаміці це завдання можна вирішувати значно менш радикально. По-друге, у монографії наголошується на необхідності більш гнучкого підходу до визначення оптимального рівня інфляції як такого, за якого максимізується економічне зростання. Запропонована в монографії теоретична модель інфляції показує, що вона залежатиме від структурних та інституціональних особливостей конкретної економіки. Застосувавши статистичний метод згладжування 12-місячних показників інфляції та зростання ВВП в Україні, автори монографії припускають, що оптимальні рівні інфляції в українській економіці можуть перебувати на позначці 10% [1, с. 211]. По-третє, перехід до більш гнучкого режиму курсоутворення можна здійснити швидко, просто оголосивши про це і зменшивши обсяги інтервенцій центрального банку на валютному ринку, проте саме по собі це не створює ефективного альтернативного каналу грошової емісії. Домінування валютного каналу грошової емісії автори монографії пояснюють у тому числі й з точки зору рівня інституціонального розвитку вітчизняної фінансової системи. Відсутність в Україні повноцінного ринку цінних паперів та в більш широкому сенсі надійних інструментів і механізмів застави призвела до того, що емісія під кредитування виявляється менш забезпеченою, ніж під приплив іноземної конвертованої валюти. В Україні розмір фондового ринку залишається у 20–25 разів меншим, ніж міжбанківського валютного ринку [1, с. 211–213].

У монографії детально розглядаються хронологія, логіка і наслідки антикризових заходів, що проводилися протягом 2008–2011 рр. у монетарній сфері України, і виділяються їх етапи. Автори розкривають такі особливості грошово-кредитної політики у даному періоді: чергування заходів з підтримки ліквідності банківської системи з метою її фінансового оздоровлення з вилученням цієї ліквідності з огляду на відсутність ефективних механізмів забезпечення попиту на кредити і для обмеження попиту на іноземну валюту; активне використання фіскальних стимулюючих заходів, реалізованих у грошово-кредитній сфері (шляхом викупу НБУ державних облігацій з метою рекапіталізації банків і часткового використання на дані цілі кредиту МВФ); проведення грошово-кредитної політики з урахуванням обмежень, встановлених меморандумами, підписаними у зв'язку з отриманням кредитів МВФ; спроби стимулювання кредитування реального сектору за допомогою заходів регуляторного характеру; вжиття заходів щодо обмеження споживчого кредитування в іноземній валюті.

Автори зазначають, що в Україні через вплив глобальних чинників гальмування економічного зростання, які діють у сукупності з чинниками внутрішніх бюджетних дисбалансів, основне навантаження щодо збалансування системи ляже на грошово-кредитну політику. У результаті можуть виник-

нути виклики, пов'язані з: невизначеністю ефектів і нерозробленістю інструментів стимулюючої грошово-кредитної політики, яка в останні десятиріччя розвивалася в першу чергу як стабілізуючий інструмент (цей виклик актуальний не тільки для України); використанням грошово-кредитної політики для задоволення поточних, а не інвестиційних бюджетних потреб; суперечністю між необхідністю грошово-кредитного стимулювання і недопущенням грошового підживлення тіньового сектору; наслідками переформатування ринку зовнішніх запозичень [1, с. 260].

Значну роль у формуванні дисбалансів, що зумовили кризу в Україні, відіграв іноземний банківський капітал. Це засвідчило, що без цілеспрямованої державної політики не варто очікувати від нього бажаних ефектів. У монографії розглянуто особливості поведінки російського капіталу в Україні, що є прикладом реалізації більш довгострокових ділових і державних інтересів у банківському секторі країни-реципієнта.

У заключному, четвертому, розділі "Перспективи модернізації грошово-кредитної політики" окреслюються перспективи модернізації грошово-кредитної політики після завершення гострої фази кризи в контексті завдань забезпечення сталого економічного зростання. Автори привертають увагу до проблеми монетарного суверенітету. Криза суверенного боргу ряду країн зони євро спричинила негативні інституціональні наслідки відмови від монетарного суверенітету в умовах відсутності адекватних міжнародних і глобальних інституцій, які могли б забезпечити відповідальність економічних суб'єктів. Загострення проблеми монетарного суверенітету також проявляється в почастищенні конфліктів на транснаціональному і міжнародному рівнях щодо руху капіталів і обмінних курсів. У монографії обґрунтовується, що державний суверенітет як інститут сьогодні все ще залишається основною "несучою конструкцією" світової системи. Він задає межі свободи і відповідальності національних держав, які діють у зв'язаному глобальному економічному, політичному і соціальному просторі. Відповідно, стиснення інституціональної сфери суверенітету може призвести до масової безвідповідальності суб'єктів, схильності до застосування сили, зниження якості глобальної кооперації та конкуренції [1, с. 292–293]. Автори доводять, що в сучасних умовах монетарний суверенітет уже не можна зводити лише до таргетування інфляції – він вимагає більш широкого таргетування фінансової стабільності.

Оскільки епіцентр кризи перебував у розвинутих економіках і саме вони вдалися до безпрецедентного нарощування глобальної ліквідності для боротьби з нею, особливу увагу автори приділяють розгляду викликів, що постають перед макроекономічною політикою цих країн після подолання гострої фази кризи. У монографії показано, що викликом для грошово-кредитної політики провідних економік на сучасному етапі є пошук її оптимального курсу в полі таких суперечностей: між економією і економічним зростанням; між збереженням за допомогою антикризових заходів статус-кво і реформуванням національних і глобальної економічних систем; між економічним стимулюванням і подоланням економічних та фінансових дисбалансів; між недопущенням кредитного стиснення і зменшенням боргового тягаря економічних агентів; між внутрішньою (національною держави) і зовнішньою (інших держав і наднаціональних утворень) відповідальністю за дисбаланси в національних економіках; між інтересами міжнарод-

них кредиторів та інтересами демократичних держав, де зміна влади може призвести до відмови від боргу; між ринково орієнтованою системою і соціальною ринковою економікою, адже обидві виявилися недостатньо стійкими і ефективними [1, с. 331].

Розглянуто також виклики до монетарної політики країн з ринками, що формуються, зокрема, сировинних економік, до яких належить і Україна. Автори порушують проблему “голландської хвороби” і характеризують її особливості та кількісні параметри в Україні. Якщо у 1980-ті роки у структурі української промисловості й товарного експорту питома вага машинобудування стабільно становила близько 30–40%, а чорної металургії – у 2–3 рази менше, то сьогодні ситуація є прямо протилежною. Україна перетворилася на сировинний придаток не тільки розвинутих країн, але і більш успішних економік, що розвиваються: експортуючи до Китаю метал, ми не тільки ввозимо китайські ширвжиток, електроніку та автомобілі, а й беремо в нього державні кредити для придбання його ж обладнання [1, с. 337]. Як слушно зазначено в монографії, “голландська хвороба” давно відома і у світі напрацьовано певний досвід вирішення цієї проблеми, яким слід скористатися й Україні.

На закінчення автори намагаються з’ясувати, як після кризи еволюціонуватиме грошово-кредитна політика, будучи інструментом макроекономічного регулювання. Модернізація монетарної політики, на їх погляд, може відбуватися в таких напрямках: перехід від системи “одна ціль – один інструмент” до системи “множина цілей – множина інструментів”; збереження її стимулюючої спрямованості; залучення центральних банків до політичних процесів, пов’язаних з розподілом національного доходу, внаслідок збереження нетрадиційної грошово-кредитної політики на більш тривалу перспективу; посилення залежності ефективності макроекономічної політики і фінансового регулювання від рівня довіри глобальних фінансових ринків до держави; зростання потреби в об’єднанні інструментів макроекономічної політики і регулювання, включаючи грошово-кредитну політику, навколо проектів національного і регіонального розвитку.

Висновки

Підбиваючи підсумки, зазначимо, що посткризова економічна та фінансова незбалансованість для провідних економік справді стала “задзеркаллям”, що перевертає цілі та пріоритети “з ніг на голову”. Водночас ряд країн і до цього жили в такій реальності, і деякі з них проводили адекватну їй політику (недарма сьогодні заговорили про альтернативний Вашингтонському Пекінський консенсус). Таким чином, рецензована книга, власне, допомагає не лише зазирнути у світ “економічного задзеркалля”, але й, що не менш важливо, привертає увагу до більш глибоких і складних взаємозв’язків монетарної сфери з економікою країни, моделлю державного регулювання, системою інститутів та переконує в існуванні нових, більш сміливих і ефективних рішень у цій сфері.

Список використаної літератури

1. Новые вызовы для денежно-кредитной политики в современных условиях. – Кн. 2: Взгляд из Украины; [под ред. акад. НАНУ В.М. Гейца, чл.-корр. НАНУ А.А. Гриценко]. – К. : НАН Украины; Ин-т экон. и прогнозир., 2012. – 360 с.

2. *Krugman P. Shinzo and the Helicopters (Somewhat Wonkish)* [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/01/18/shinzo-and-the-helicopters-somewhat-wonkish/>.

3. *Уэрта де Сото Х.* В защиту евро: подход австрийской школы // Вопросы экономики. — 2012. — № 11. — С. 78–100.

References

1. *Novye vyzovy dlya denezhno-kreditnoi politiki v sovremennykh usloviyakh. Kn. 2, Vzglyad iz Ukrainy, pod red. V.M. Geitsa, A.A. Gritsenko* [New Challenges for the Monetary Policy under Modern Conditions, Vol. 2, Look from Ukraine], edited by V.M. Heets' and A.A. Gritsenko. Kiev, NAS of Ukraine, Institute for Economics and Forecasting of the NASU, 2012 [in Russian].

2. *Krugman P. Shinzo and the Helicopters (Somewhat Wonkish)*, available at: <http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/01/18/shinzo-and-the-helicopters-somewhat-wonkish/>.

3. *Uerta de Soto Kh. V zashchitu evro: podhod avstriiskoi shkoly* [To the defense of euro: the approach of the Austrian school]. *Voprosy Ekonomiki — Questions of Economy*, 2012, No. 11, pp. 78–100 [in Russian].

Стаття надійшла до редакції 29 квітня 2014 р.
