
ФІНАНСИ. ПОДАТКИ. КРЕДИТ

УДК 336.2:336.7

Т. І. Є Ф И М Е Н К О,
*професор, доктор економічних наук,
член-кореспондент НАН України,
Президент ДННУ “Академія фінансового управління”
(Київ)*

РОЗВИТОК ІНСТИТУЦІЙНИХ ЗАСАД ВЗАЄМОДІЇ ФІСКАЛЬНОЇ ТА МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИК УКРАЇНИ

Досліджено сучасні наукові уявлення про узгодження взаємодії монетарної та фіскальної складових фінансової політики країни з метою підтримання сталого розвитку. Визначено, що особливості координації впливу грошово-кредитних підойм центрального банку та бюджетно-податкових підойм уряду на сукупний попит, інфляцію, стабільність валютного курсу і зростання випуску мають відповідати типу та стану конкретної економіки. Дія їх елементів у просторово-часовому вимірі не повинна містити суперечностей між економічними агентами.

Ключові слова: фіскальна політика, монетарна політика, інфляція, таргетування, бюджет, регулювання.

T. I. I E F Y M E N K O,
*Professor, Doctor of Econ. Sci.,
Corresponding Member of the NAS of Ukraine,
President of the SESI “Academy of Financial Management”
(Kyiv)*

DEVELOPMENT OF INSTITUTIONAL FOUNDATIONS FOR INTERACTION BETWEEN FISCAL AND MONETARY POLICIES OF UKRAINE

Modern scientific views on coordination of interaction between monetary and fiscal components of the country's financial policy to support sustainable development are researched. It has been determined that peculiarities of coordination of the influence of the central bank's monetary and lending levers and the government's budget and tax levers on aggregate demand, inflation, exchange rate stability and output growth should correspond to the type and state of a particular economy. Actions of their elements in space-time dimension should not contain contradictions between economic agents.

Keywords: fiscal policy, monetary policy, inflation, targeting, budget, regulation.

Відновлення стану рівноваги національної економіки супроводжується необхідністю розвитку наукових поглядів на управлінську взаємодію державних агентів у зв'язку із загрозами дестабілізації банківського сектору економіки і кризами суверенного боргу, а також з наявністю високих фінансових ризиків. Ко-

© Єфіменко Тетяна Іванівна (Iefymenko Tetiana), 2017; e-mail: efimenko@afu.kiev.ua.

ординація функціональної спрямованості фіскальних і монетарних регуляторів, узгодження їх цілей та інструментів істотно впливають на потенціал здатності підойм фінансової політики до подолання наслідків тривалої рецесії та до підтримання конкурентоспроможності нашої країни. В умовах економічної невизначеності структурні проблеми вимагають послідовних дій з вироблення адекватних заходів, спрямованих на мінімізацію непередбачуваних втрат і підвищення точності оцінок ризиків або ймовірності можливих результатів.

З метою зміцнення незалежності центрального банку (ЦБ) і урядових структур у їх діяльності стає дедалі актуальнішим додержання принципу єдності в цілепокладанні, орієнтованому на стабілізацію державного боргу і стримування інфляції, зниження безробіття, забезпечення сталого зростання економіки та добробуту громадян. Гарантоване уникнення суперечностей у рішеннях грошово-кредитних і бюджетно-податкових органів влади має стати синергетичною основою для об'єднання організаційних зусиль і адміністративних ресурсів.

Наприкінці XX – на початку XXI ст. взаємодія фіскальної та монетарної політик перебуває в центрі уваги багатьох зарубіжних та українських вчених. У класичному дослідженні Т. Сарджента і Н. Воллеса [1], де вперше показано, що і у тривалому часовому горизонті, і у середньостроковому, поточному аспекті в реальному житті обмежувальна монетарна політика виявляється не здатною підтримувати таргет інфляції без певного коригування бюджетно-податкових підойм. Варто зазначити, що в самій назві статті "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic" ("Неприємна монетарна арифметика") наголошено на особливостях проявів так званого "парадокса регулювання", який виникає внаслідок надто високої динаміки примноження заборгованості держави на фоні надмірної консервативності незалежного ЦБ, коли, на відміну від високих темпів зростання державного боргу, одночасно відбувається лише незначне збільшення інфляції. Також йдеться про поточне посилення з боку ЦБ контрольних монетарних функцій, здатне спричинити підвищення рівня інфляції у довгостроковій перспективі.

У працях А. Бліндера [2], Б. Бернанке [3], Л. Свенссона [4], М. Вудфорда [5] та інших вчених широко подано аналіз дизайну узгодженості фіскальної та монетарної політик у контексті завдання інфляційного таргетування, де оптимальною характеристикою ефективності того чи іншого ступеня скоординованості виступає оцінка потенціальних можливостей протидії явищам дестабілізації, вимірюваним відхиленнями від цільових значень макропоказників (обсягу випуску, рівня безробіття, інфляції тощо).

За припущеннями відомих західних науковців [6; 7], основою інтегрованості фіскальної та монетарної влади можна вважати результативну діяльність ЦБ, спрямовану на утримання інфляції на цільовому рівні. Проте, на думку С. Шмітт-Грое і М. Урібе [8], у разі нездатності ЦБ одноосібно виконувати таку регуляторну функцію можливою стає криза довіри до уряду. Проблема взаємного впливу грошово-кредитної політики та бюджетно-податкових параметрів порушується також у праці П. Бенігно і М. Вудфорда [9], де наголошується на зростанні суспільних втрат у разі недосконалості регуляторних підойм урядових структур стосовно ймовірного відхилення монетарних показників від таргетованого рівня.

Численні дослідники, серед яких варто згадати Р. Біцму і Л. Бовенберга [10; 11], довели, що управлінські конфігурації досягнення цілей макроекономічної політики можуть мати різноманітні форми в умовах як координації з боку дер-

жавної влади, так і незалежності ЦБ [13]. В останньому випадку роль державного боргу як інструменту фіскальної політики, який впливає на рівновагу національної соціально-економічної системи (СЕС), зростає. У будь-якому разі процеси управління змінами за всіма складовими економічної політики держави мають бути скоординовані в сукупності та у взаємодії окремих напрямів (у тому числі між структурами бюджетно-податкових органів і автономних регуляторів грошово-кредитної сфери). Дослідники дійшли висновку, що навіть за наявності політичних суперечностей для уникнення парадокса регулювання [1] та для ефективного управління економікою потрібно визначити цільові обсяги запозичень. Найчастіше координація фіскальних і монетарних правил, використання боргових інструментів мають особливості в ЄС, де, згідно з доповненням до Маастрихтського договору, перевагу щодо стабілізації цін віддано незалежному Європейському центральному банку (ЄЦБ). Водночас кожна країна – член ЄС реалізує автономну фіскальну політику, окремі складові якої координуються наднаціональними законодавчими та підзаконними актами.

В умовах нової економічної реальності СЕС усіх рівнів стикатимуться з обставинами конкретних потрясінь з боку або пропозиції, або сукупного попиту у просторово-часовому аспекті. Таким чином, цілком слушним, на наш погляд, є твердження про те, що форми взаємодії між монетарною та фіскальною політиками функціонально залежать від внутрішніх і зовнішніх шоків, зумовлених нестабільністю у відносинах між державами, суб'єктами підприємництва та ін.

Значну увагу питанням координації монетарної та бюджетної політик приділяють провідні вітчизняні науковці. В останні роки, з огляду на потреби наукового забезпечення бюджетного процесу, в Україні активізувалися дискусії (див., наприклад, праці В. Гейця [12; 13], А. Гриценка [14; 15], О. Амоші [16], Т. Ковальчука [17], С. Корабліна [18], Б. Данилишина [19], І. Луніної [20] та інших) про необхідність інтеграції монетарної та бюджетної політик з урахуванням єдності цілей сталого розвитку країни. Очевидно, що ці дві складові макроекономічної політики не є протилежностями, між ними можливі та необхідні взаємозв'язок і взаємоузгодженість. Результати багатьох досліджень у сфері методологічних засад фінансового регулювання, які також містяться в зазначених наукових працях, свідчать, що поширення макроекономічного впливу помірної бюджетно-податкової політики та монетарної політики “дешевих грошей” для досягнення взаємозв'язаних і взаємозумовлених цілей запобігання інфляції та забезпечення зростання виробництва не є ефективним. При реалізації довгострокової політики економічного зростання більш обґрунтованими є два методологічних підходи. При першому, якщо монетарна політика є рестриктивною, то фіскальна – експансіоністською. При другому підході обмежувальним стає бюджетно-податкове регулювання, а більш проактивним – грошово-кредитне.

На наш погляд, подальший розвиток інституційних засад взаємодії фіскальної та монетарної політик залежатиме від функціональних механізмів делегування повноважень відповідним структурам менеджменту [21]. Тому підвищується роль скоординованих норм і правил, які формують управлінську поведінку пасивного або активного характеру [22]. У такому контексті варто припустити, що зростаючу результативність ЦБ, у міру посилення їх незалежного статусу, можна вважати викликом для керівних органів у сфері фіскальної політики з точки зору ступеня їх автономності. Таке твердження, на нашу думку, є актуальним з огляду на поточний стан справ. Моніторингова чи дорадча діяльність незалежних фіскаль-

них інституцій або рад, які існують у деяких країнах, здебільшого, не супроводжується наданням їм законодавчо встановлених контрольних функцій. На сьогодні межі регуляторних повноважень бюджетно-податкових структур є значно вужчими, ніж обсяги компетенцій ЦБ щодо, наприклад, нагляду та правозастосування у встановленні процентних ставок. У таких державах, як Україна, програми реформування економіки мають складатися на основі вивчення найкращої світової практики делегування кола прав і зобов'язань, а також їх подальшої гармонізації у просторово-часовому вимірі з метою отримання, врешті-решт, синергетичного ефекту від їх взаємодії. Це дозволить відповідним владним структурним підрозділам розв'язувати проблеми таргетування інфляції та контролю державного боргу, максимально додержуючись принципів підзвітності, з орієнтацією на єдині керовані прозорі бази даних.

Об'єктивні тенденції зростання ступеня незалежності ЦБ і виконавчих органів влади зумовлюють необхідність обґрунтування коригувальних заходів грошово-кредитної та бюджетно-податкової складових фінансової політики держави, спрямованих на координацію дій з таргетування інфляції та своєчасне здійснення витрат на обслуговування і погашення боргових зобов'язань.

Достатньо конструктивною є, на нашу думку, точка зору відомих дослідників А. Діксита і Л. Ламбертіні про те, що лідерство фіскальної політики можна вважати доцільнішим, ніж монетарної [23]. За провідної ролі ЦБ існує багато ризиків зниження випуску і збільшення втрат суспільства. Продуктивна взаємодія двох складових фінансової політики, спрямована на мінімізацію цих втрат, є можливою, якщо ідентифіковано єдині завдання щодо стійкого рівня цін, а також наближення цільового випуску до потенціального. Водночас має значення чітка специфікація у розмежуванні цілепокладання: ЦБ піклується тільки про рівень цін, а уряд — про випуск.

Для органів управління проблема вибору полягає в тому, чи повинні в основі їх зобов'язань у рамках монетарної та фіскальної політик бути прозорі правила, а також у тому, які рішення слід приймати з огляду на кон'юнктурні обставини, пов'язані з дискреційною нормативною базою. Відсутність у фіскальній політиці вбудованих стабілізаторів, здебільшого, не узгоджується з проведенням монетарної політики на базі формально визначених транспарентних правил. Координація має спрямовуватися на те, щоб наслідки грошово-кредитної політики не обмежували бюджетно-податковий регуляторний потенціал. Крім того, варто зауважити, що несподівана інфляція, по суті, означає витрати домогосподарств у вигляді так званого "інфляційного податку" на суспільний добробут. Отже, наявність зобов'язань уряду і реалізація політики, що ґрунтується на вказаних правилах, повинні супроводжуватися гнучкою взаємодією економічних відносин різних сфер соціально-економічного простору.

Не менш важливим стратегічним інструментом уряду є державний борг, стабілізація якого традиційно постає головною метою макроекономічного регулювання. Щодо взаємодії фіскальної та монетарної політик, то важливо, на нашу думку, розглядати державний борг не тільки як цільовий орієнтир для державних агентів, але й як стратегічний інструмент уряду, враховуючи його вплив на поведінку майбутніх урядів. Дискусія навколо цієї проблеми ведеться у відомих наукових дослідженнях [24; 25]. Заходи щодо запобігання суверенному дефолту істотно впливають на основні підйоми добробуту резидентів країни. Тією мірою, якою уряд ре-

гулює стан і динаміку запозичень сьогодні, визначається набір альтернатив, доступних політикам, які прийдуть до влади в майбутньому.

Велике значення у вдосконаленні способів взаємодії між регуляторними монетарними і фіскальними органами для кожного з них мають статус, ступінь автономності, процедури визначення мети й функціональні особливості. На думку окремих науковців [26], якщо грошово-кредитні структури мотивовано на недопущення відхилень від встановленого рівня інфляції, а бюджетно-податкові – здебільшого, орієнтовано на результат, то їх спільна діяльність може спричинити тиск на сукупний попит. Така точка зору зумовлює численні дискусії. У свою чергу, заходи щодо стабілізації державного боргу і зміцнення результативності діяльності фіскальних органів можуть призвести до інфляційних наслідків, через які ЦБ буде змушений підвищити процентні ставки. В такому самому контексті для країн з різним рівнем розвитку важливим є питання зворотного впливу бюджетно-податкових структур на показники інфляції, а також на можливості підтримання процентних ставок на нижчих рівнях.

З огляду на це, **мета статті** – обґрунтувати шляхи оновлення інституційних засад взаємодії фіскальної та монетарної політик України, спрямованих на досягнення неінфляційного, стабільного економічного зростання. Удосконалення належного координаційного механізму між двома ключовими елементами державного фінансового регулювання має відбуватися на макро- та мікрорівнях діяльності економічних агентів з використанням норм і правил, які не суперечать одне одному. Отже, в умовах високого рівня економічної невизначеності методологічні підходи до вибору й використання бюджетно-податкових і грошово-кредитних інструментів досягнення фінансової стабільності та забезпечення економічного зростання слід формувати з урахуванням особливостей розвитку національної СЕС. Відповідні рекомендації на середньо- і довгострокову перспективу мають ґрунтуватися на результатах аналізу та узагальнення передового міжнародного досвіду з метою його імплементації у вітчизняну практику державного регулювання.

В Україні ознаки дестабілізації протягом 26 років незалежності проявляються за сценаріями, схожими з транзитивними сировинними економіками: погіршення кон'юнктури на світових товарних ринках – скорочення надходжень до бюджету – збільшення бюджетного дефіциту – незабезпечена грошова емісія – виникнення напруженості на валютному ринку – втрата валютних резервів НБУ – девальвація національної валюти – паніка вкладників на банківському ринку – цінова дестабілізація на споживчому ринку – підвищення тарифів природними монополістами – зменшення реальних доходів населення – жорстка монетарна політика НБУ з метою стабілізації ситуації. На жаль, в останні періоди кризові цикли стали виникати частіше. У згадані два десятиріччя в Україні неодноразово декларувались єдині завдання сталого економічного розвитку, а також підтримання динаміки інфляції та боргових зобов'язань держави на безпечному рівні. Передбачалося використання фіскальних і монетарних підойм з урахуванням принципу комплементарності з боку уряду, центральних органів виконавчої влади (ЦОВВ) і НБУ. Внаслідок ряду зовнішніх шоків у 2008 р. і проявів глобальної фінансово-економічної кризи стало очевидним, що в Україні склалася недосконала інституційна структура національної СЕС. Менеджмент у сфері економічної політики відбувався за різними напрямками без належного узгодження його складових.

Стратегічним орієнтиром у реформуванні економіки України є перехід від повільної динаміки змін і зростаючої нерівності в СЕС до всеосяжного, інклюзивного піднесення. При цьому слід мати на увазі загрози шоків політичної та соціально-економічної невизначеності. За даними МВФ *, до важливих зовнішніх і внутрішніх факторів впливу на ступінь рівноваги стану національних економік можна віднести:

- порівняно незначне зростання продуктивності та інвестицій, що обмежує можливості піднесення і не дозволяє позбутися тягаря позик у секторальному вимірі;

- імовірність подальшого погіршення негативного впливу окремих факторів уразливості – швидшого підвищення процентних ставок і зниження цін на сировинні товари, істотного зміцнення курсу долара;

- високі ризики матеріалізації умовних зобов'язань, які виникли через урядові гарантії по корпоративних кредитах, у межах боргової ситуації з державними запозиченнями у країнах з ринками, що формуються;

- загрози для стійкості фінансових систем з огляду на кіберризик тощо.

У нашій державі в роки фінансових потрясінь бракувало науково обґрунтованих оновлених підходів до практики економічного регулювання (зокрема, щодо ролі та інституційних засад взаємодії фіскальної та монетарної складових фінансової політики, а також її елементів). У країнах з ринками, що формуються (в тому числі в Україні), для фінансових інститутів контролю й довіри, в контексті взаємодії бюджетно-податкової та грошово-кредитної політик, характерним є переважання відносин субституціональності над відносинами комплементарності. У свою чергу, підвищення ролі останніх сприятиме розширенню сфери ліквідності обігу коштів.

Тому основними середньостроковими перспективами у 2017 р. Урядом України спільно з МВФ було визначено **: прискорення структурних реформ; спрямування грошово-кредитних підойм на оздоровлення банківської системи; запровадження виважених і гнучких валютно-курсів підойм; подальше зміцнення державних фінансів на базі консолідації видатків і вдосконалення оподаткування. Безумовно, встановлені цілі обмежують застосування інструментів фіскальної та монетарної політик пріоритетами розвитку і особливостями кризових явищ у поточному часовому проміжку. У свою чергу, результативна взаємодія інститутів грошово-кредитної та бюджетно-податкової політик вимагає єдності як у поняттєво-оцінному аспекті, так і в організаційному. Зокрема, владні структури покликані регулювати структуру витрачання бюджетних коштів, враховуючи особливості впливу державних витрат на економічну динаміку в коротко- та довгостроковому періодах. У фазі кризи бюджетно-податкова система повинна мати стимулюючий характер, а при переході до фази піднесення можливою є її фіскальна переорієнтація на стримування надмірного зростання і на забезпечення збалансованого розвитку.

У розвинутих країнах у 2016 р., після тривалого періоду криз, п'ятирічні тенденції бюджетної консолідації мали ознаки помітного пом'якшення завдяки захо-

* IMF Fiscal Monitor: Achieving More with Less. April 2017 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2017/04/06/fiscal-monitor-april-2017>.

** Меморандум України з Міжнародним валютним фондом від 2 березня 2017 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу : https://www.minfin.gov.ua/uploads/redactor/files/%D0%9C%D0%B5%D0%BC%D0%BE%D1%80%D0%B0%D0%BD%D0%B4%D1%83%D0%BC%20%D0%9C%D0%92%D0%A4_%D0%9A%D0%B8%D1%97%D0%B2,%202%20%D0%B1%D0%B5%D1%80%D0%B5%D0%B7%D0%BD%D1%8F%202017.pdf.

дам фіскальної політики. Відносно 2017 і наступних років прийнято припущення про збереження нейтрального регуляторного середовища в цілому і співвідношення дискреційних і недискреційних бюджетно-податкових підойм зокрема. Як результат, у середньостроковій перспективі скориговано очікування щодо динаміки державного боргу: замість зменшення прогнозується тільки його стабілізація з рівнем, який перевищує 100% ВВП*.

Доцільно розглянути динаміку деяких фіскальних показників України порівняно із середніми значеннями: по-перше, групи країн за класифікацією МВФ** (до яких належить і наша держава), по-друге – тих самих країн у Європейському регіоні, а також 10 країн G-20, що розвиваються*** (рис. 1–4****). Упродовж 2008–2014 рр. фіскальний баланс сектору загального державного управління (ЗДУ) характеризувався перманентним дефіцитом (у середньому мінус 4,5% ВВП), який у більшості років перебував на рівні, нижчому від допустимих параметрів фіскальної стабільності для країн ЄС, і був значно меншим від середнього показника по країнах Європи та по країнах з ринками, що формуються (див. рис. 1). Це наражало державні фінанси на ризики для фіскальної стабільності, які повною мірою проявилися протягом кризи 2015–2016 рр., коли держава була змушена стрімко консолідувати свої видатки (див. рис. 3) і привести фіскальний баланс до прийнятного рівня (в середньому мінус 1,7% ВВП).

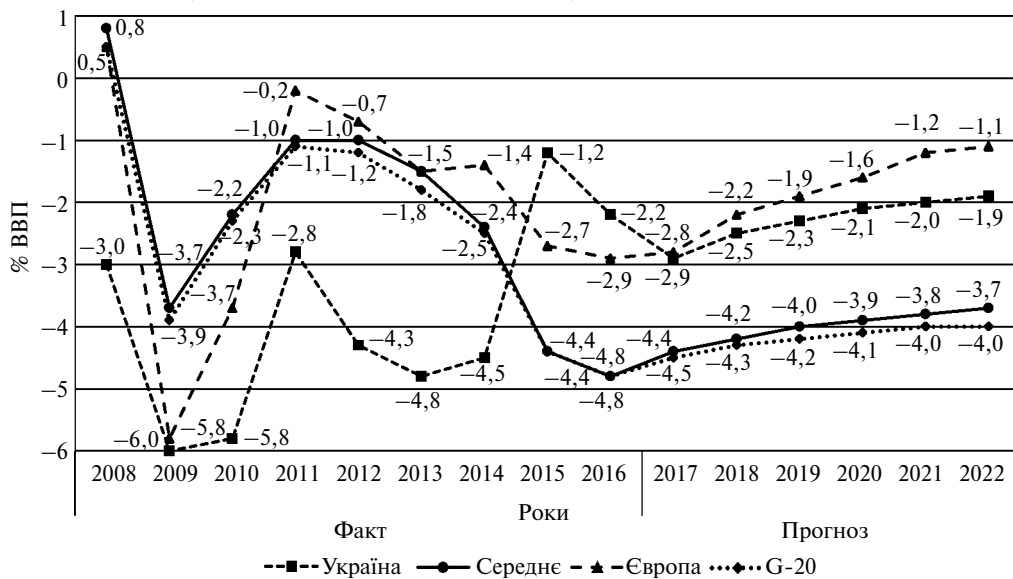


Рис. 1. Підсумковий баланс сектору ЗДУ по країнах з ринками, що формуються, і по країнах із середнім рівнем доходів

* IMF Fiscal Monitor: Achieving More with Less. April 2017 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2017/04/06/fiscal-monitor-april-2017>.

** IMF Fiscal Monitor: Tackling Inequality. October 2017 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2017/10/05/fiscal-monitor-october-2017> (За даними цього документа (р. 72), Україна належить до держав з ринками, що розвиваються, та до країн із середнім рівнем доходу).

*** Там же (За даними цього документа (р. 72), країни G-20, які розвиваються, – Аргентина, Бразилія, Китай, Індія, Індонезія, Мексика, Росія, Саудівська Аравія, Південна Африка, Туреччина).

**** Оскільки порівняння динаміки показників за двома останніми групами країн свідчать про тотожність основних тенденцій у їх змінах, то в описовій частині до рисунків згадуються середні значення по країнах Європи.

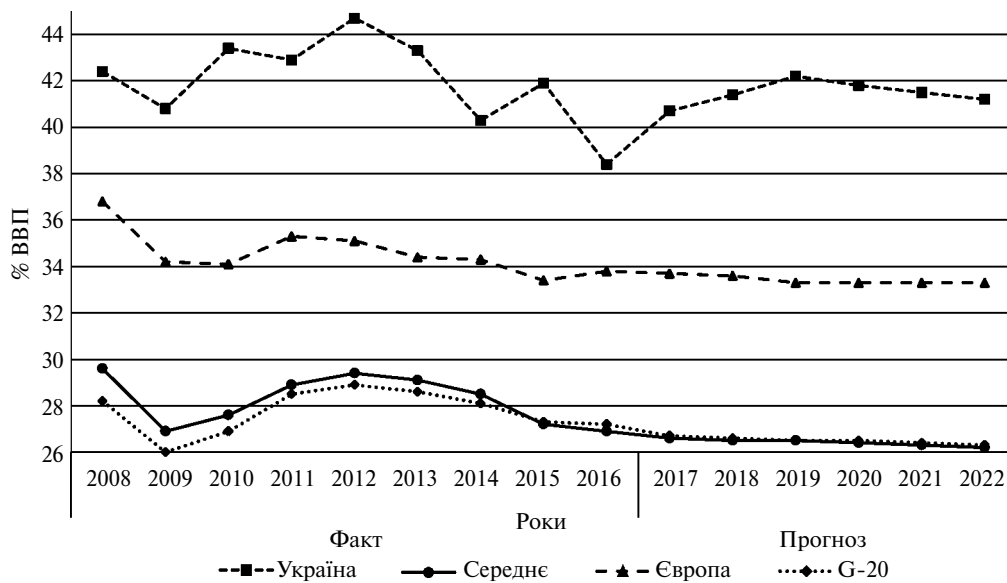


Рис. 2. Доходи сектору ЗДУ по країнах з ринками, що формуються, і по країнах із середнім рівнем доходів

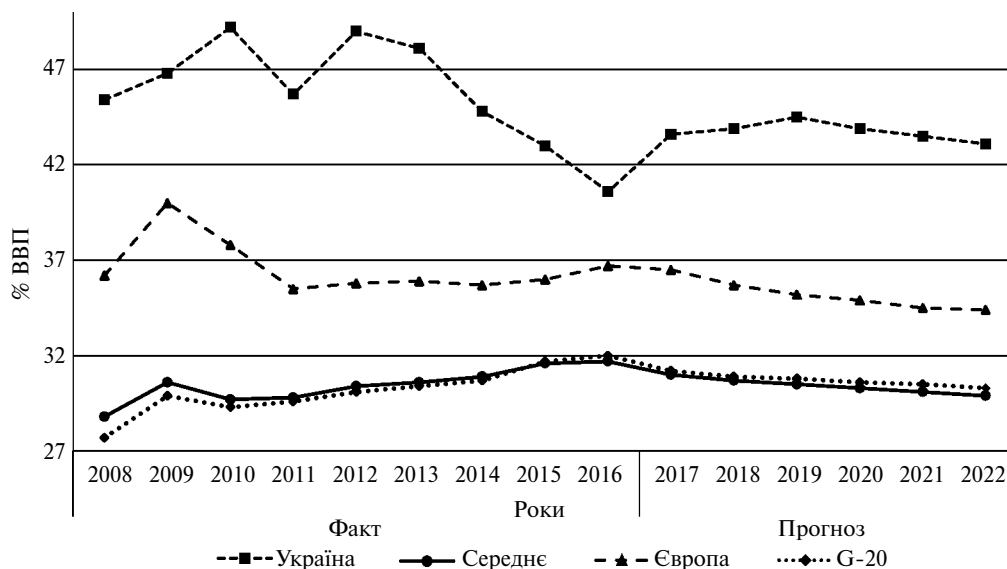


Рис. 3. Видатки сектору ЗДУ по країнах з ринками, що формуються, і по країнах із середнім рівнем доходів

Порівняно з іншими європейськими країнами, що розвиваються, державні фінанси України характеризуються високим рівнем як доходів, так і видатків. У 2008–2016 рр. доходи сектору ЗДУ України в середньому перевищували рівень цих країн на 7,4 процентного пункта, а видатки – відповідно, на 9 процентних пунктів (див. рис. 2). Навіть у 2016 р., коли відносний рівень державних видатків скоротився до мінімального значення (40,6% ВВП), розрив з країнами Європи становив плюс 4 процентних пункти, а із середнім рівнем усіх країн з ринками, що формуються, – плюс 9 процентних пунктів. Високий рівень зобов'язань держави спричиняє істотне податкове навантаження, що, у свою чергу, гальмує темпи економічного зростання. В останні роки темпи зростання номінальних доходів бюджету збільшувалися під дією інфляційних факторів. Якщо у 2015 і 2016 рр. їх

вплив можна було оцінити, відповідно, у 34% і 12% обсягу доходів зведеного бюджету, то у найближчій перспективі, у 2018 р., очікується їх поступове скорочення до 8% *.

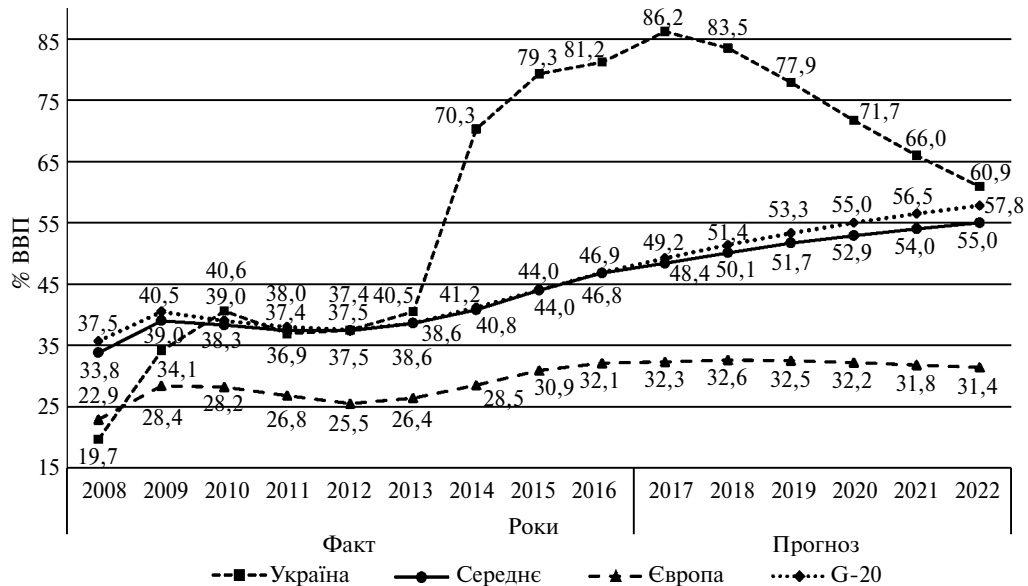


Рис. 4. Державний та гарантований державою борг по країнах з ринками, що формуються, і по країнах із середнім рівнем доходів

Надмірність видаткової частини бюджету, поряд з інституційними проблемами управління державними фінансами, призвели до втрати керованості параметрами довгострокової фіскальної стабільності, що зумовило стрімке нарощування державного боргу України під час кризи 2014–2015 рр. (див. рис. 4). За підсумками 2016 р., державний і гарантований державою борг перетнув позначку 80% ВВП і, за надто песимістичними, на нашу думку, прогнозами МВФ, знизиться до менш як 60% лише після 2022 р.

Щодо індикаторів циклічно скоригованих фіскальних балансів, то вони додатково характеризують структурну збалансованість державних фінансів з урахуванням поточного розриву ВВП. На жаль, зворотним боком консолідації державних фінансів України протягом 2014–2015 рр. став істотний структурний профіцит, який на початковому рівні сягав 5,5% потенціального ВВП у 2015 р. і 3%

* У 2015 і 2016 рр. темпи інфляції в середньому до попереднього року становили, відповідно, 48,7% і 13,9% проти 43% і 20,1% темпів доходів зведеного бюджету. У перспективі у 2017–2018 рр. середньорічні темпи інфляції дорівнюватимуть 11,2% при темпах доходів бюджету 19,7% (Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=353931>; Про схвалення Прогнозу економічного і соціального розвитку України на 2017 рік : Постанова Кабінету Міністрів України від 01.07.2016 р. № 399 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/gu/399-2016-%D0%BF>; Про схвалення Прогнозу економічного і соціального розвитку України на 2018–2020 роки : Постанова Кабінету Міністрів України від 31.05.2017 р. № 411 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/411-2017-%D0%BF>; Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу : Рішення Ради НБУ від 12.09.2017 р. № 37-рд; План на 2017 рік з урахуванням внесених змін станом на серпень 2017 р. / Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=353931>; Проект Закону про Державний бюджет України на 2018 рік : Проект Закону від 15.09.2017 р. № 7000 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=62551).

потенціального ВВП у 2016 р. *. Це спровокувало зниження попиту в СЕС і спричинило додаткові ризики для економічного зростання, які можуть бути подолані лише у середньостроковій перспективі.

Надалі заходи фіскальної політики у нашій країні буде сконцентровано на поступовому зменшенні дефіциту сектору ЗДУ за рахунок удосконалення структури державних фінансів **. Буде запроваджено конкретні фіскальні правила, управління ризиками, стратегічне планування інвестиційних процесів, а також діяльності підприємств державної форми власності — на базі проектного підходу. Передбачено підвищення ефективності та якості бюджетних витрат, збільшення інфраструктурних капітальних видатків тощо. Реформування адміністрування бюджетних доходів супроводжуватиметься зміцненням інституційного потенціалу державної фіскальної служби: підвищенням рівня прозорості та підзвітності її структурних підрозділів; полегшенням процедур дотримання податкового законодавства тощо.

Для забезпечення фінансової стабільності необхідно узгодити монетарну і фіскальну складові фінансового регулювання і скоординувати рішення у середньо- та довгостроковій перспективі. Якщо борг номіновано у національній валюті, то монетарні підйоми, регулюючи інфляцію і ставки процента, впливатимуть також на темпи знецінення цього боргу та на обсяг пов'язаних з ним контингентних витрат. Дозволяючи інфляції зрости, а процентній ставці — знизитися, ЦБ сприятиме зменшенню ризику дефолту [27].

В останні роки, у контексті стратегії посилення незалежності НБУ згідно із Законом України "Про Національний банк України" *** та відповідно до зобов'язань уряду перед МВФ ****, було обрано новий склад Ради НБУ, розширено її повноваження, залучено до співпраці на постійній основі групу фахових і наукових експертів. Це дало можливість спільно з громадським і професійним співтовариством знаходити компромісні рішення з актуальних питань, які стоять перед банківською системою. Нове інституційне утворення — Рада з фінансової стабільності *****, яка є органом монетарного управління, — здійснює підготовку рекомендацій щодо мінімізації системних ризиків, які загрожують рівновазі банківської та фінансової систем держави, і розробляє ефективні механізми співробітництва й координації дій із забезпечення її фінансової стійкості (у тому числі щодо вдосконалення законодавчого регулювання у цій сфері).

Позиція, що узгоджується в результаті обміну думками керівників регуляторів фінансових ринків, Міністерства фінансів України та НБУ, є основою у переговорах з міжнародними організаціями і відповідними органами іноземних держав з питань, які належать до їх компетенції.

* IMF Fiscal Monitor: Tackling Inequality. October 2017. — P. 88 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2017/10/05/fiscal-monitor-october-2017>.

** Стратегія реформування системи управління державними фінансами на 2017–2020 роки : Розпорядження Кабінету Міністрів України від 08.02.2017 р. № 142-р [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/142-2017-%D1%80>.

*** Про Національний банк України : Закон України від 11.10.2017 р. № 679-14 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/679-14>.

**** Лист про наміри до Пані Крістін Лагард від 2 березня 2017 року [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=46564506>.

***** Про Раду з фінансової стабільності : Указ Президента України від 24.03.2015 р. № 170/2015 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/170/2015>.

Ці принципові зміни у сфері фінансового управління дали можливість підвищити ступінь прозорості діяльності керівництва НБУ. Подальше розширення єдиного інформаційного простору для прийняття рішень, які сприятимуть запобіганню проявам фінансової кризи, слід спрямовувати на розв'язання поточних проблем монетарної стабільності із залученням відповідальних представників НБУ, Міністерства фінансів України, Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, наукового співтовариства тощо. Рівень підзвітності Ради НБУ зросте завдяки заходам щодо відкритого обговорення актуальних проблем із залученням експертних структур, утворених на добровільних засадах. Предметом ретельного аналізу спеціалізованих груп фахівців повинні стати питання ризиків і ліквідності в діяльності фінансових установ, а також винагород і призначень персоналу. Для врегулювання спірних ситуацій у відносинах банків з клієнтами необхідно прискорити створення інституту банківського омбудсмена.

Згідно з Меморандумом України з Міжнародним валютним фондом, національні законодавчо-нормативні акти * визначають пріоритетами грошово-кредитної політики досягнення і підтримання цінової стабільності в державі **. Таргетування інфляції, насамперед, має на меті зниження ринкової процентної ставки. Її помірний або низький з макроекономічної точки зору рівень є стимулом до розширення бізнесу. У середньостроковому періоді річний приріст індексу споживчих цін, встановлений на рівні $5\% \pm 1$ процентний пункт, досягатиметься, відповідно до дорожньої карти, поступово до 2020 р. Після шокової девальвації та інфляції, що спостерігались у 2014–2015 рр., у 2017 р. кризові явища продовжилися. Таргет інфляції у $8\% \pm 2$ процентних пункти, найімовірніше, виконаний не буде.

Політиці НБУ, спрямованій на стримування зростання грошової бази для запобігання збільшенню грошової пропозиції, певною мірою суперечать рішення уряду про збільшення акцизного оподаткування, зростання тарифів на енергоносії, зняття обмежень на регулювання цін на продукти соціального значення. У сукупності поточний рівень інфляції на початок IV кварталу 2017 р. перевищив 16%, що змусило НБУ у жовтні вперше за два роки підвищити облікову ставку на 1 процентний пункт. Ознаки зростаючої соціальної напруженості стали причиною звернення до МВФ із проханням переглянути строки виконання деяких пунктів програми співробітництва (зокрема – про зняття мораторію на купівлю-продаж земель сільськогосподарського призначення, подальше підвищення тарифів на енергоносії для населення). Дискусія з цих питань стала істотним фактором затримки з боку МВФ виділення Україні чергових траншів. Безумовно, такі сигнали не стимулюють інвестиційний клімат економічного простору, а також бізнес-середовище в цілому. Варто зауважити: за А. Бліндером, принциповою позицією є те, чи розглядають розпорядники уряду і ЦБ необхідність єдиного знаменника в багатовимірній шкалі прийняття рішень? чи існують єдина мета і механізми її досягнення? [2].

* Про Національний банк України : Закон України від 11.10.2017 р. № 679-14 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/679-14>; Звіт про фінансову стабільність. НБУ. Випуск 3. Червень 2017 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=50604896>.

** Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу. Рада Національного банку України. Від 12 вересня 2017 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=55564681>.

Вирішення проблеми в усіх її окреслених тлумаченнях полягає в координації складових фінансової політики, в результаті якої зниження інфляції забезпечуватиметься за рахунок не тільки грошово-кредитних інструментів, але й бюджетно-податкових. Необхідним є активне залучення фіскальною владою підойм податкового стимулювання ділової активності для регулювання рівня інфляції через управлінські програми відхилення випуску від його цільового значення або державного дефіциту. За допомогою запровадження фіскальних стимулів підтримки інвестицій уряд зможе скорочувати викривлення на ринках товарів, ресурсів і послуг внаслідок їх недосконалості та монополізації влади. Тому з метою полегшення доступу до фінансового ресурсу Міністерству фінансів України спільно з НБУ слід поширювати механізми державних гарантій по позиках малому й середньому бізнесу (МСБ), програми субсидій і процентних ставок по кредитах для населення і МСБ, а також пільгового кредитування для суб'єктів господарювання – стартапів, інноваційних підприємств, молодих підприємців, жінок тощо.

У контексті сприяння формуванню ринку проблемних кредитів, скороченню їх обсягів у банках важливо послідовно вдосконалювати оподаткування банківського сектору. Крім того, необхідно запровадити цільове рефінансування банків, які нарощують кредитування реального сектору економіки за пріоритетними напрямками, з використанням досвіду країн ЄС.

Наша країна не стала винятком серед багатьох держав, де ЦБ виявилися не здатними до розв'язання складних кризових проблем. У 2014–2016 рр. національна банківська система зазнала глибокої системної кризи, проявами якої були погіршення якості активів, девальвація гривні, зниження обсягів заощаджень домогосподарств і суб'єктів господарювання, виснаження капіталу внаслідок збитків, крах великих банків, реструктуризація зобов'язань уряду й системних державних банків. Після санації та очищення банківської системи неплатоспроможними було визнано 90 банків, на які до кризи припадало близько третини активів банківської системи. Частина витрат, пов'язаних з кризою, було здійснено і визнано в поточному році. Скорочення кількості банків супроводжується посиленням присутності на ринку державних банків і зростанням їх частки (до більш як 50%) в активах, капіталі та залученні коштів клієнтів і МФО, про що свідчать відповідні статистичні дані.

У найближчій перспективі НБУ підтримуватиме безкомпромісну позицію відносно банків – порушників регулятивних вимог, а також тих, які причетні до відмивання брудних грошей. Для уникнення пастки інформаційної асиметрії важливим є підвищення вимог до банків щодо публічного розкриття інформації на базі міжнародних норм, з одночасною імплементацією найкращої практики комплаєнсу і правозастосування на базі принципів транспарентності та підзвітності, а також партнерства держави й бізнесу. При цьому необхідно запроваджувати нові вимоги до оцінок кредитних ризиків і вдосконалювати критерії визначення відносин між пов'язаними особами.

Розглянемо проблему суспільних втрат в Україні через порушення фінансової рівноваги. У світовій практиці, здебільшого, держави вимушені нести основний тягар боротьби з кризами. Щоб оцінити його масштаб, використовують два основних показники: витрати держави (бюджетні та квазіфіскальні) та приріст державного й гарантованого державою боргу *. За оцінками регулятора **, прямі

* Звіт про фінансову стабільність. НБУ. Випуск 3. Червень 2017 року. – С. 52 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=50604896>.

** Там же.

витрати держави на подолання наслідків кризи (14% ВВП), а також загальні витрати з урахуванням приватного сектору (38% ВВП) є помірними порівняно з іншими країнами. Такі витрати профінансовано за рахунок цільового випуску ОВДП, що дозволило забезпечити процес відновлення фінансового сектору поступово, не перекладаючи цей тягар одночасно з періодом емісії на видаткову частину бюджету. Але слід мати на увазі, що боргові проблеми попередніх урядів помітно впливають на бюджетно-податкову політику нинішніх і майбутніх владних структур. Їх діяльність повинна адекватно реагувати на так зване “фіскальне минуле” в контексті як поточних бюджетних проблем, так і середньострокових цілей, з розумінням кон’юнктури, яка впливає на конкретні шляхи їх досягнення (включаючи ймовірні довгострокові виклики).

Незважаючи на те, що 2017 р. був у діяльності НБУ доволі успішним з точки зору формування чистих міжнародних резервів (зокрема, наша держава повернулася на ринок міжнародних суверенних запозичень, розмістивши зобов’язання на 3 млрд. дол.), відносини України з МВФ залишаються пріоритетними. Хоча на 2017–2018 рр. рівень міжнародних валютних резервів НБУ є достатнім, все ж без поновлення кредитування з боку МВФ стабільність гривні у 2019 р. наражатиметься на значні ризики. Саме якість співпраці українського уряду з МВФ слугує позитивним сигналом до посилення впевненості міжнародних інвесторів у сприятливому бізнес-середовищі в нашій державі. Україна є одним з найбільших позичальників МВФ після Португалії та Греції (наступні позиції займають Ірландія та Пакистан). Велика частка боргових зобов’язань, номінованих в іноземних валютах, створює потенціальну загрозу для стабільності обмінного курсу національної грошової одиниці. Водночас істотна зовнішня складова державного боргу посилює негативний економічний вплив екстернальних шоків. Аналогічні наслідки зумовлені короткостроковим характером державного боргу та недиверсифікованою структурою кредиторів (насамперед, значною часткою нерезидентів – власників державних боргових зобов’язань). Зменшити потребу в залученні валютних коштів, а отже – і послабити залежність від світового фінансового ринку, можна лише шляхом розвитку внутрішніх джерел фінансування економіки.

Багато дослідників наголошують, що для відкритої економіки як вкрай важливий індикатор, який може бути додатково включеним до функції втрат суспільства (а тим більше – збитків ЦБ), слід розглядати ймовірні коливання номінального/реального ефективного валютного курсу, що формують вимір політики монетарних правил під впливом діяльності ЦБ і уряду з урахуванням інституційних особливостей взаємодії складових національного соціально-економічного простору. У численних публікаціях дослідників (зокрема, Л. Свенссона [28; 29]) відображаються аналітичні підходи до цілеорієнтування монетарної політики шляхом порівняння того, що є важливішим для суспільства і для ЦБ: низький, постійний рівень інфляції чи стабільний рівень цін.

Як зазначалось, у науковій літературі належна увага приділяється питанню відносного розмежування функцій фіскальної та монетарної влади за відсутності чи наявності зобов’язань з боку уряду і ЦБ. У баченні А. Діксита і Л. Ламбертіні [23; 30; 31] незалежний і консервативний ЦБ, здебільшого, дбає про темпи інфляції. У свою чергу, фіскальна влада має можливість підвищувати пропозицію на ринку товарів за рахунок різних форм державної підтримки, а також знижувати попит і рівень цін завдяки змінам у податковому навантаженні тощо. Саме роз-

балансованість у діяльності уряду і ЦБ спричинятиме додаткові трансакційні видатки, з огляду на що для суспільства принциповим є ступінь інтегрованості всіх складових економічного простору за наявності або залежного ЦБ, або незалежного. Синергетичний результат у координації діяльності буде очевидним, коли різні гілки влади матимуть специфікацію узгоджених функцій у рамках встановленого управлінського дизайну. Так, уряд обиратиме необхідний ступінь використання підойм впливу фіскальної політики на підтримання економіки в рівноважному стані, якщо ЦБ здатний системно і послідовно впливати на цінову стабілізацію. Але, на думку багатьох авторів, існують ризики того, що безкомпромісна діяльність ЦБ у межах антиінфляційної спрямованості може справляти зворотний ефект на ініціативи фіскальних органів для зниження заборгованості [26]. Водночас в умовах незалежності монетарної політики для ефективної взаємодії уряду з ЦБ першому з них слід бути консервативнішим щодо таргету інфляції. На погляд вчених, автономний ЦБ здатний з високою ймовірністю утримувати рівень цін у статичному вимірі. У динаміці інфляція, скоріше за все, може помітно зростати в межах календарних періодів за рахунок різних факторів (зокрема, накопичення державного боргу). Численні публікації свідчать, що для економік, які розвиваються, країн-кандидатів, а також країн – нових членів ЄС проблема координації між монетарною і фіскальною політиками є дуже актуальною [26; 32: 33]. Безумовно, не викликає сумнівів припущення, що основою їх взаємодії є те, що обидві складові фінансової політики аналогічно впливають на сукупний попит і на інфляцію. Тому, з точки зору науковців, згадану взаємодію не варто інтерпретувати виключно в термінах конфлікту або прямого співробітництва.

Сьогодні координація діяльності НБУ і уряду України потребує подальшого вдосконалення.

По-перше, протягом періоду незалежності розвиток економіки України характеризувався негативними тенденціями, зокрема – поступовою втратою галузей, які генерують продукцію з високою часткою доданої вартості і питома вага яких у загальному експорті зменшується.

По-друге, Україна має відкриту модель сировинної економіки. Сумарний обсяг експорту та імпорту перевищує річний ВВП, а експорт дорівнює майже його половині. Загальний вклад нашої держави у світовий ВВП не перевищує 0,1% *, тому існує залежність наповнення бюджету від кон'юнктури цін на світових товарних ринках. Найбільші фінансові кризи (1998, 2008 і 2014 рр.) збігаються з періодами зниження цін на світових товарних ринках, а отже – зі збільшенням бюджетного дефіциту й виникненням незабезпеченого попиту на валюту на внутрішньому ринку.

З огляду на викладене, НБУ, маючи набір монетарних і адміністративних інструментів, може пом'якшувати проблеми в економіці, але допущені помилки можуть загострювати кризові явища. Практика управління грошовою базою показала, що є два основних канали емісії грошей: 1) продуктивний, коли НБУ викуповує на ринку надлишок валютної виручки, а гроші через трансмісійний механізм надходять у грошовий обіг і створюють мультиплікативний ефект розвитку; 2) пряме рефінансування банків під час кризи ліквідності ринку, що спричиняє збільшення попиту на валютному ринку та поглиблення кризових явищ, а тому за відсутності результативних підойм впливу призводить до великих суспільних втрат.

* Розраховано автором на основі статистичних даних Світового банку.

Емісія грошей під довгострокові зобов'язання уряду також справляє кінцевий негативний ефект на вартість грошей.

Відповідно, потрібна державна системна політика, спрямована на зміцнення інститутів розвитку, і в тому числі – підтримку експортних галузей (наприклад, створення Експортно-кредитного агентства, а також національного банку реконструкції та розвитку).

Сьогодні вартість грошового ресурсу на внутрішньому ринку не сприяє сталому економічному зростанню. Крім того, істотні ризики для інфляційного таргетування пов'язані з високим рівнем доларизації української економіки. Наприклад, рівень доларизації грошової маси МЗ підвищився з 27,2% у 2013 р. до 31,9% у серпні 2017 р. (у тому числі частка депозитів корпоративного сектору в іноземній валюті зросла удвічі – з 6,9% до 12,3%) *. Внаслідок наявності значного портфеля негативно класифікованих активів зниження процентних ставок по кредитах для суб'єктів господарювання відбувається дуже повільно. Банки зменшують ставки по депозитах фізичних осіб через обмежені потреби в ресурсах для кредитування надійних клієнтів. Створення сприятливих умов для кредитування бізнесу є можливим за ефективної координації монетарної та бюджетної політик, що, у свою чергу, забезпечить відновлення довіри до банківського сектору. На основі інфляційного таргетування суб'єктам внутрішнього ринку надаються орієнтири для змін рівня цін, а головне – досягається впевненість у твердому забезпеченні встановлених темпів інфляції **.

Підвищення цін на енергоносії у попередні періоди та високі темпи зростання цін товаровиробників впливають на очікування суб'єктів господарювання. Тому на нинішньому етапі уповільнення темпів споживчої інфляції виходить за межі встановлених планових рівнів ***. Проте, на думку керівництва НБУ, у 2018 р. ситуація покращиться, і є ймовірність того, що індикатор інфляційного таргету залишиться в рамках прогнозного сценарію, а загроза стагфляції також малоімовірна. Факторами, що сприятимуть досягненню цільових показників інфляції, визначено: поліпшення інфляційних очікувань економічних агентів внаслідок економічної стабілізації; зменшення ефектів впливу обмінного курсу та цін виробників; зниження інфляційного впливу адміністративно регульованих цін ****.

Кожний девальваційно-інфляційний шок справляє негативний вплив на бізнес – скорочуються обсяги виробництва і зменшується внутрішній попит. Тому заходи щодо переходу від політики фіксованого валютного курсу до плаваючого сприятимуть розширенню інструментарію регулятора, спрямованого на забезпечення стабільності національної грошової одиниці. Тим часом при обмеженні грошової пропозиції з боку НБУ у 2017 р. і зростанні тарифів та акцизів на внутріш-

* Огляди сектору депозитних корпорацій (НБУ та банків) за оперативними даними / Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=27281785>.

** Про схвалення Прогнозу економічного і соціального розвитку України на 2018–2020 роки : Постанова Кабінету Міністрів України від 31.05.2017 р. № 411 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/411-2017-%D0%BF>; Інфляційний звіт / Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=742185.

*** Основні засади кредитно-грошової політики на 2017 рік та середньострокову перспективу. НБУ. Від 21.12.2016 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=41556547>.

**** Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу : Рішення Ради НБУ від 12.09.2017 р. № 37-рд.

ньому ринку відбувається перерозподіл оборотних коштів не на користь вітчизняних суб'єктів ділової активності. Відповідно, очікування та поведінка цих суб'єктів можуть суперечити підходам, встановленим урядом і НБУ. Все ж, незважаючи на фактичну відсутність кредитування економіки з боку банківського сектору, у 2017 р. передбачався приріст ВВП (2,2%), який перевищував базові прогнози (1,9%) Світового банку і МВФ на початок цього року.

Подальші зміни в реформуванні фінансового сектору мають на меті підвищення вимог до адекватності капіталу, а також створення джерел допомоги на підтримання ліквідності та платоспроможності економічних агентів. Зокрема, йдеться про національний Фонд стабілізації банківського сектору за рахунок спеціальних внесків банків пропорційно розміру їх активів.

Фінансовий стан банківського сектору повинен стабілізуватись у 2017 р., оскільки основні втрати було зарезервовано у 2014–2016 рр. Тільки-но національна економіка продемонструє стале відновлення, відповідно, має прискоритися поновлення кредитування. У свою чергу, надання нових кредитів розширить виробничі потужності товаровиробників. Водночас політичні ризики залишаються основним фактором, який може знову поставити перспективу зростання під загрозу.

На зміну одержавленню банківського сектору повинна прийти впорядкована, ефективна, своєчасна приватизація банків (націоналізованих та унітарних). Такий курс покликаний враховувати потребу в державних банках для України в умовах подолання системної кризи та шоків потрясінь. На думку автора, інтерес потенціальних іноземних інвесторів до українських банків є дуже обмеженим. Державі слід визначитися з курсом на злиття державних банків і розмежування стратегії бізнесу підконтрольних банків, дотримуючись правил здорової конкуренції, прозорості та протидії корупції. Український фондовий ринок залишається надто дрібним для публічного розміщення акцій державних банків. Підготовка до приватизації має передбачати радикальні, масштабні, виважені заходи щодо санації бізнесу державних банків, яка підвищить їх інвестиційну привабливість.

Висновки

В умовах перебування економіки нижче від потенціального рівня (від'ємний ВВП-розрив спостерігатиметься, найімовірніше, до 2022 р.) рестрикційна фіскальна політика може стати обмежуючим фактором для економічного піднесення в Україні. Слід мати на увазі, що знецінення реального ефективного обмінного курсу та вирівнювання торгового балансу створили передумови для зростання мультиплікатора державних видатків. Досягти у 2030 р. зниження рівня державного боргу до 35% ВВП можна, збільшивши дефіцит бюджету і розмір фіскальних стимулів, принаймні, на період до завершення негативного економічного циклу. З огляду на стан, в якому сьогодні перебуває економіка України, необхідно стимулювати зростання попиту і ВВП. Це створить простір для ширшого використання грошово-кредитних підойм економічного зростання.

З урахуванням високої залежності СЕС України від зовнішньої кон'юнктури скоординовані грошово-кредитна та фіскальна політики постають ключовими інструментами державної антициклічної політики *. У випадку надмірно жорст-

* Антициклічна політика – будь-які аспекти економічної політики, спрямовані на зменшення економічних і фінансових коливань [34, р. 86].

кої або м'якої фіскальної політики щодо обсягів державних запозичень органи грошово-кредитного регулювання в середньостроковій перспективі будуть змушені вживати компенсаційних заходів.

На практиці, у зв'язку з більшою залежністю національної фіскальної політики від політичних циклів, менше уваги звертається на ризики й загрози для стабільності грошово-кредитної політики, ніж навпаки. Тому підвищеної уваги з боку владних структур України вимагає питання характеру поточної бюджетно-податкової політики. Ступінь її жорсткості має бути послідовно скерованим з урахуванням рівня показника структурного первинного балансу. Йдеться, з одного боку, про зменшення боргового навантаження до безпечних меж, а з другого — про нейтралізацію зростання майбутніх державних витрат, зумовлених демографічною ситуацією у країні.

Світовий теоретичний і практичний досвід у сфері стимулювання економіки доводить пріоритетність ефективнішого використання монетарних інструментів з метою боротьби з інфляцією, а відповідно, фіскальних — для розширення сукупного попиту та сукупної пропозиції. З огляду на це, в Україні інституційна взаємодія елементів макроекономічної політики в державному регулюванні економічного зростання повинна базуватися на поєднанні жорсткої грошово-кредитної політики (з метою запобігання потраплянню в ліквідну пастку) і м'якої бюджетно-податкової політики (за умови раціональної структури державних витрат і доходів).

Урахування довгострокових завдань — насамперед, пов'язаних із забезпеченням макрофінансової стабільності та підтриманням інноваційно-інвестиційного типу економічного зростання в межах координації бюджетної та монетарної політик — є найважливішою стратегічною метою уряду, Міністерства фінансів України і НБУ*. Тому в контексті орієнтації державного управління на єдині цілі, пов'язані з таргетуванням інфляції, важливо вирішити проблему наукового супроводу розробки і запровадження інтегрованих підходів до правил фінансової дисципліни. Інакше кажучи, необхідно координувати фінансові результати підвищення ступеня обґрунтованості бюджетного дефіциту та цінової визначеності, що, у свою чергу, створить передумови для монетарної стабільності. Такі підходи допоможуть мінімізувати суспільні витрати в умовах зовнішніх і внутрішніх економічних шоків.

З огляду на той факт, що зростання незалежності ЦБ сприятиме фінансовій стабільності та стійкості державної антиінфляційної політики, вкрай важливим є зміцнення організаційних засад взаємодії національних органів грошово-кредитної та фіскальної політик. Уникнення ознак суперечливості в їх діяльності має бути забезпечене за рахунок збалансованого правового та економічного простору функціонування структур НБУ, міністерств і відомств. Послідовної гармонізації вимагають статус відповідних інституційних одиниць, система органів управління, ступінь їх незалежності, відкритості та підзвітності. Поглиблення поняттєво-оцінного розуміння інституційних структур спиратиметься на інформаційний простір грошового ринку та ринку капіталу з урахуванням особливостей поведінки, контрактних інструментів, які поєднують людей і організації, а також змін в основах складових формальної та неформальної сфер, взаємозв'язків і взаємовідносин економічних агентів.

* Про затвердження середньострокового плану пріоритетних дій Уряду до 2020 року та плану пріоритетних дій Уряду на 2017 рік : Розпорядження Кабінету Міністрів України від 03.04.2017 р. № 275-р [Електронний ресурс]. — Режим доступу : http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/KR170275.html.

Список використаної літератури

1. *Sargent T.J. and Wallace N.* Some Unpleasant Monetarist Arithmetic / Federal Reserve Bank of Minneapolis // Quarterly Review. — 1981. — Vol. 5. — No. 3. — P. 1–17.
2. *Blinder A.S.* Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy / NBER Working Paper No. 982. — 1982.
3. The Inflation-Targeting Debate ; [Bernanke B.S. and Woodford M. (Eds.)]. — Chicago : University of Chicago Press. — 2005. — 468 p.
4. *Svensson L.E.O. and Woodford M.* Implementing Optimal Policy through Inflation-Forecast Targeting. In: The Inflation-Targeting Debate ; [Bernanke B.S. and Woodford M. (Eds.)]. — Chicago : University of Chicago Press. — 2005. — 468 p.
5. *Woodford M.* The Optimum Quantity of Money. In: Handbook of Monetary Economics. — Vol. 2, 1st Edition ; [Friedman B.M. and Hahn F.N. (Eds.)]. — North Holland. — 1990. — 620 p.
6. *Schmitt-Grohe S., Uribe M.* Optimal Fiscal and Monetary Policy under Sticky Prices // Journal of Economic Theory. — 2004. — Vol. 114. — Iss. 2. — P. 198–230.
7. *Persson M., Persson T., Svensson L.* Time Consistency of Fiscal and Monetary Policy: A Solution / NBER Working Paper No. 11088. — 2005.
8. *Schmitt-Grohe S., Uribe M.* Optimal Fiscal and Monetary Policy in a Medium-Scale Macroeconomic Model / European Central Bank Working Paper Series No. 612. — 2006. — April.
9. *Benigno P., Woodford M.* Optimal Inflation Targeting under Alternative Fiscal Regimes / NBER Working Paper No. 12158. — 2006.
10. *Beetsma R. and Jensen H.* Inflation Targets and Contracts with Uncertain Central Banker Preferences // Journal of Money, Credit, and Banking. — 1998. — Vol. 30. — No. 3. — Part 1. — August. — P. 384–403.
11. *Beetsma R., Bovenberg L.* The Role of Public Debt in the Game of Double Chicken. — 1995 [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://cris.maastrichtuniversity.nl/portal/files/1562830/guid-f24b550f-735e-4581-929e-c6634ccd5d6c-ASSET1.0>.
12. *Гець В.М.* 25 років трансформаційних змін. Що далі? // Економіка і прогнозування. — 2016. — № 2. — С. 7–8.
13. *Гець В.М.* Економіка України: ключові проблеми і перспективи // Економіка і прогнозування. — 2016. — № 1. — С. 7–22.
14. *Гриценко А.А.* Економіка України на шляху до інклюзивного розвитку // Економіка і прогнозування. — 2016. — № 2. — С. 9–23.
15. Інституційні трансформації соціально-економічної системи України : моногр. ; [за ред. А.А. Гриценка]. — К. : Ін-т екон. та прогноз. НАН України, 2016. — 273 с.
16. *Амоша О., Вишневецький В.* До питання про оцінку рівня податків в Україні // Економіка України. — 2002. — № 8. — С. 11–19.
17. *Ковальчук Т.Т.* SOS — в Україні неоколоніальна модель валютної політики // Економіка України. — 2014. — № 10. — С. 4–13.
18. *Кораблін С.О.* Модель відстаючого зростання: економічні фактори та наслідки для України // Економіка і прогнозування. — 2016. — № 2. — С. 74–85.
19. *Данилишин Б.М.* Монетаризм і роль центральних банків: від загальносвітових теорій до управлінської практики [Електронний ресурс]. — Режим доступу : <https://dt.ua/macrolevel/monetarizm-i-rol-centralnih-bankiv-vid-zagalnosvitovih-teoriy-do-ukrayinskoyi-praktiki-.html>.

20. Луїна І.О. Оподаткування багатства: міжнародний досвід та уроки для України // Фінанси України. – 2013. – № 2. – С. 21–31.
21. Wren-Lewis S. Comparing the delegation of monetary and fiscal policy. – Department of Economics, University of Oxford / Discussion Paper Series No. 540. – 2011.
22. Davig T., Leeper E.M. Monetary-Fiscal Policy Interactions And Fiscal Stimulus / NBER Working Paper No. 15133. – 2009.
23. Dixit A., Lambertini L. Interactions of Commitment and Discretion in Monetary and Fiscal Policies // American Economic Review. – 2003. – Vol. 93. – No. 5. – P. 1522–1542.
24. Persson T., Tabellini G. Macroeconomic Policy, Credibility and Politics. – Vol. 1 : Fundamentals of Pure and Applied Economics. – Taylor & Francis. – 2002. – 200 p.
25. Dornbusch R., Draghi M. Public Debt Management: Theory and History. – Cambridge University Press; 1 edition. – 2008. – 376 p.
26. Šehović D. General Aspects of Monetary and Fiscal Policy Coordination // Journal of Central Banking Theory and Practice. – 2013. – No. 3. – P. 5–27.
27. Єфименко Т.І. Фіскальний простір і стабілізація державних фінансів // Фінанси України. – 2017. – № 9. – С. 7–28.
28. Svensson L.E.O. What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules // Journal of Economic Literature. – 2003. – Vol. 41. – No. 2. – P. 426–477.
29. Svensson L.E.O. and Williams N. Optimal Monetary Policy Under Uncertainty: A Markov Jump-Linear-Quadrati Approach // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. – 2008. – Vol. 90. – No. 4. – P. 275–293.
30. Barro R.J., Gordon D.B. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy // Journal of Monetary Economics. – 1983. – No. 12. – P. 101–121.
31. Aoki K., Nikolov K. Rule-Based Monetary Policy under Central Bank Learning / CEPR Discussion Paper No. 5056. – 2005.
32. Buti M., Roeger W., In't Veld J. Stabilizing Output and Inflation: Policy Conflicts and Co-operation under a Stability Pact // Journal of Common Market Studies. – 2001. – Vol. 39. – Iss. 5. – December. – P. 801–828.
33. Abdel-Haleim S.M. Coordination of Monetary and Fiscal Policies: The Case of Egypt // An Online International Research Journal. – 2016. – Vol. 2. – Iss. 4. – P. 933–954.
34. Scheffler R.M. World Scientific Handbook of Global Health Economics and Public Policy. – Vol. 1 : The Economics of Health and Health Systems. – World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd. – 2016.

References

1. Sargent T.J., Wallace N. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis. Quarterly Review*, 1981. Vol. 5, No. 3, pp. 1–17.
2. Blinder A.S. Issues in the coordination of monetary and fiscal policy. NBER Working Paper No. 982, 1982.
3. The Inflation-Targeting Debate. B.S. Bernanke, M. Woodford (Eds.). Chicago, University of Chicago Press, 2005.
4. Svensson L.E.O., Woodford M. Implementing Optimal Policy through Inflation-Forecast Targeting, in: The Inflation-Targeting Debate. B.S. Bernanke, M. Woodford (Eds.). Chicago, University of Chicago Press, 2005.

5. Woodford M. The Optimum Quantity of Money, in: Handbook of Monetary Economics. Vol. 2, 1st Edition. B.M. Friedman, F.H. Hahn (Eds.). North Holland, 1990.
6. Schmitt-Grohe S., Uribe M. Optimal fiscal and monetary policy under sticky prices. *Journal of Economic Theory*, 2004, Vol. 114, Iss. 2, pp. 198–230.
7. Persson M., Persson T., Svensson L. Time consistency of fiscal and monetary policy: a solution. NBER Working Paper No. 11088, 2005.
8. Schmitt-Grohe S., Uribe M. Optimal fiscal and monetary policy in a medium-scale macroeconomic model. European Central Bank, Working Paper Series, No. 612, April 2006.
9. Benigno P., Woodford M. Optimal inflation targeting under alternative fiscal regimes. NBER Working Paper No. 12158, 2006.
10. Beetsma R., Jensen H. Inflation targets and contracts with uncertain central banker preferences. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1998, Vol. 30, No. 3, Part 1, pp. 384–403.
11. Beetsma R., Bovenberg L. The role of public debt in the game of Double Chicken. 1995, available at: <https://cris.maastrichtuniversity.nl/portal/files/1562830/guid-f24b550f-735e-4581-929e-c6634ccd5d6c-ASSET1.0>.
12. Heyets V.M. 25 rokiv transformatsiinykh zmin. Shcho dali? [25 years of transformations. What's next?]. *Ekonomika i prognozuvannya – Economy and forecasting*, 2016, No. 2, pp. 7–8 [in Ukrainian].
13. Heyets V.M. *Ekonomika Ukrainy: klyuchovi problemy i perspektyvy* [Ukraine's economy: key problems and prospects]. *Ekonomika i prognozuvannya – Economy and forecasting*, 2016, No. 1, pp. 7–22 [in Ukrainian].
14. Grytsenko A.A. *Ekonomika Ukrainy na shlyakhu do inklyuzyvnoho rozvytku* [The economy of Ukraine on the path to inclusive development]. *Ekonomika i prognozuvannya – Economy and forecasting*, 2016, No. 2, pp. 9–23 [in Ukrainian].
15. *Instytutsiini Transformatsii Sotsial'no-Ekonomichnoi Systemy Ukrainy* [Institutional Transformations of Social and Economic System of Ukraine]. Kyiv, Institute for Economics and Forecasting of the NAS of Ukraine, 2016 [in Ukrainian].
16. Amosha O., Vyshnevs'kyi V. *Do pytannya pro otsinku rivnya podatkov v Ukraini* [On the question on estimation of the level of taxes in Ukraine]. *Ekonomika Ukrainy – Economy of Ukraine*, 2002, No. 8, pp. 11–19 [in Ukrainian].
17. Koval'chuk T.T. *SOS – v Ukraini neokolonial'na model' valyutnoi polityky* [SOS – the neocolonial model of currency policy can be present in Ukraine]. *Ekonomika Ukrainy – Economy of Ukraine*, 2014, No. 10, pp. 4–13 [in Ukrainian].
18. Korablin S.O. *Model' vidstayuchoho zrostannya: ekonomichni faktory ta naslidky dlya Ukrainy* [The “lagging growth” model: economic factors and consequences for Ukraine]. *Ekonomika i prognozuvannya – Economy and forecasting*, 2016, No. 2, pp. 74–85 [in Ukrainian].
19. Danylyshyn B.M. *Monetarizm i rol' tsentral'nykh bankiv: vid zahal'nosvitovykh teorii do upravlins'koi praktyky* [Monetarism and role of central banks: from global theories to managerial practice], available at: https://dt.ua/macrolevel/monetarizm-i-rol-centralnih-bankiv-vid-zagalnosvitovih-teoriy-do-ukrayinskoyi-praktiki-_.html [in Ukrainian].
20. Lunina I.O. *Opodatkovannya bahatstva: mizhnarodnyi dosvid ta uroky dlya Ukrainy* [Taxation of wealth: international experience and lessons for Ukraine]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 2013, No. 2, pp. 21–31 [in Ukrainian].

21. Wren-Lewis S. Comparing the delegation of monetary and fiscal policy. Department of Economics, University of Oxford, Discussion Paper Series, No. 540, 2011.
22. Davig T., Leeper E.M. Monetary-fiscal policy interactions and fiscal stimulus. NBER Working Paper No. 15133, 2009.
23. Dixit A., Lambertini L. Interactions of commitment and discretion in monetary and fiscal policies. *American Economic Review*, 2003, Vol. 93, No. 5, pp. 1522–1542.
24. Persson T., Tabellini G. *Macroeconomic Policy, Credibility and Politics*. Vol. 1: Fundamentals of Pure and Applied Economics. Taylor & Francis, 2002.
25. Dornbusch R., Draghi M. *Public Debt Management: Theory and History*. Cambridge University Press, 1 edition, 2008.
26. Šehović D. General aspects of monetary and fiscal policy coordination. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 2013, No. 3, pp. 5–27.
27. Iefymenko T.I. *Fiskal'nyi prostir i stabilizatsiya derzhavnykh finansiv* [Fiscal space and stabilization of public finance]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 2017, No. 9, pp. 7–28 [in Ukrainian].
28. Svensson L.E.O. What is wrong with Taylor rules? Using judgment in monetary policy through targeting rules. *Journal of Economic Literature*, 2003, Vol. 41, No. 2, pp. 426–477.
29. Svensson L.E.O., Williams N. Optimal monetary policy under uncertainty: a Markov jump-linear-quadratic approach. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 2008, Vol. 90, No. 4, pp. 275–293.
30. Barro R.J., Gordon D.B. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 1983, No. 12, pp. 101–121.
31. Aoki K., Nikolov K. Rule-based monetary policy under central bank learning. CEPR Discussion Paper No. 5056, 2005.
32. Buti M., Roeger W., In't Veld J. Stabilizing output and inflation: policy conflicts and co-operation under a stability pact. *Journal of Common Market Studies*, 2001, Vol. 39, Iss. 5, pp. 801–828.
33. Abdel-Haleim S.M. Coordination of monetary and fiscal policies: the case of Egypt. *An Online International Research Journal*, 2016, Vol. 2, Iss. 4, pp. 933–954.
34. Scheffler R.M. *World Scientific Handbook of Global Health Economics and Public Policy*. Vol. 1: The Economics of Health and Health Systems. World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., 2016.

Стаття надійшла до редакції 2 листопада 2017 р.
