

ГРОШОВО-КРЕДИТНА ПОЛІТИКА В УМОВАХ ЕКОНОМІЧНИХ ПЕРЕТВОРЕНЬ

©2020 КОРОВІЙ В. В.

УДК 338.23:336.74
JEL Classification: E3; E52; E58

Коровій В. В.

Грошово-кредитна політика в умовах економічних перетворень

Метою цієї статті є удосконалення теоретико-методологічних і практичних засад реалізації грошово-кредитної політики в умовах економічних перетворень. Визначено, що основними задачами грошово-кредитного регулятора для трансформаційних економік є забезпечення тривалої стабільності національної грошової одиниці, гарантування стійкості фінансової системи держави, опосередковане стимулювання економічного розвитку. Охарактеризовано необхідність перманентного удосконалення методичного інструментарію реалізації грошово-кредитної політики, зокрема, застосування нестандартних інструментів кількісного та кредитного пом'якшення. Визначено роль процентної політики як основного інструменту монетарного регулювання в країнах з розвинутою та трансформаційною економіками. Обґрунтовано доцільність використання правила Тейлора для посилення ефективності вітчизняної грошово-кредитної політики. Доведено, що для відкритих економік у стратегічній перспективі грошово-кредитна політика з метою посилення власної ефективності повинна базуватися на комбінації плаваючого валютного курсу (різних модифікацій), інфляційного таргетування, адаптивного застосування іншого інструментарію (відсоткової ставки, грошово-кредитних агрегатів тощо) задля наближення до проміжних і кінцевих цілей. Окреслено методологічні та прикладні особливості реалізації стримуючої та стимулюючої грошово-кредитної політики. З'ясовано, що протягом 2005–2020 рр. монетарний регулятор застосував в Україні переважно стримуючу грошово-кредитну політику, однак у складних соціально-економічних умовах – пом'якшував її. Зазначено основні особливості реалізації таргетування інфляції, обґрунтовано його застосування в трансформаційних економіках, зокрема в Україні.

Ключові слова: монетарна стратегія, монетарна політика, інфляція, інфляційне таргетування, валютний курс, економічний розвиток.

DOI: <https://doi.org/10.32983/2222-0712-2020-3-167-175>

Рис.: 1. **Формул:** 1. **Бібл.:** 22.

Коровій Валерій Вікторович – кандидат економічних наук, доцент, докторант кафедри фінансів, Київський національний торговельно-економічний університет (вул. Кіото, 19, Київ, 02156, Україна)

E-mail: ndfi@knteu.kiev.ua

ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-0625-6547>

UDC 338.23:336.74
JEL Classification: E3; E52; E58

Koroviy V. V. Monetary Policy in the Context of Economic Transformations

The purpose of this article is to improve the theoretical, methodological and practical grounds of monetary policy in the context of economic transformations. The main tasks of monetary regulators in transformational economies are the following: 1) to ensure long-term stability of the national currency; 2) to guarantee the stability of the state financial system; 3) to stimulate economic development indirectly. The necessity to continually improve the methodological tools for implementing monetary policy, as the use of original tools for quantitative and credit easing, has been substantiated. The role of interest rate policy has been identified as the main tool of monetary regulation in countries with advanced and transformational economies. The expediency of using the Taylor rule to increase the effectiveness of monetary policy in Ukraine has been substantiated. The article proves that in order to strengthen the monetary policy efficiency in the strategic perspective, and to approach intermediate and end goals, such policy should be based on a combination of floating exchange rate (of various types), inflation targeting, and adaptive use of other tools (interest rates, monetary aggregates, etc.). The methodological and application-specific peculiarities of implementing restrictive and incentive monetary policy have been outlined. It has been established that the monetary regulator mainly applied restrictive monetary policy in Ukraine in 2005–2020, but loosened it, when the socio-economic situation became challenging. The main features of inflation targeting have also been indicated, with the substantiation of its application in transformational economies, and in Ukraine, in particular.

Keywords: economic development, exchange rate, inflation, inflation targeting, monetary policy, monetary strategy.

Fig.: 1. **Formulae:** 1. **Bibli.:** 22.

Koroviy Valeriy V. – Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor, Candidate on Doctor Degree of the Department of Finance, Kyiv National University of Trade and Economics (19 Kyoto Str., Kyiv, 02156, Ukraine)

E-mail: ndfi@knteu.kiev.ua

ORCID: <http://orcid.org/0000-0002-0625-6547>

Вступ. Грошово-кредитна політика держави вагомо впливає на поведінку економічних суб'єктів, визначаючи особливості їх діяльності та враховуючи макроекономічну циклічність. Діяльність центрального банку як незалежного та основного регулятора грошово-кредитних відносин класично є предметом дослідження ряду актуальних публікацій з проблематики державних фінансів. Для трансформаційних економік особливо важливою прикладною тематикою досі залишається сукупність питань щодо діяльності грошово-кредитного регулятора в умовах неперервних удосконалень грошово-кредитної політики. Функціональна адаптивність діяльності монетарного інституту в системі економічної архітектури проявляється в умовах антикризового фінансового регулювання соціально-економічного розвитку держави. Протягом останніх тридцяти років грошово-кредитні механізми зазнали багатьох системних змін, однак сукупність методичних засад здійснення вітчизняної бюджетно-податкової та грошово-кредитної політики потребує подальшого дослідження.

Проблематику грошово-кредитного регулювання соціально-економічного розвитку держави досліджували М. Сільва [1], Д. Томпсон [2], М. Фрідман [3], Х. Ханг [2], А. Шварц [3] та ін. Серед вітчизняних дослідників значний внесок у наукову тематику здійснили Б. Данилишин [4], О. Дзюблюк [5], І. Чугунов [6]. Однак ряд питань щодо забезпечення ефективної грошово-кредитної політики держави, зокрема щодо визначення її основних задач і принципів в умовах економічних трансформацій, залишаються невизначеними.

Метою цієї статті є удосконалення теоретико-методологічних і практичних засад реалізації грошово-кредитної політики в умовах економічних перетворень.

Результати дослідження. У трансформаційних економіках роль центрального банку як головного монетарного регулятора зводиться переважно до:

- забезпечення довгострокової стабільності національної грошової одиниці, тобто довготривалої стійкості валюти як всередині країни, так і забезпечення її стабільності в різноманітних зовнішніх платежах при прогнозованому валютному курсі;
- гарантування стійкості національної фінансової системи, недопущення масштабних банківських криз, здатності безумовно забезпечувати здійснення всіх необхідних платежів в економіці;
- стимулювання економічного зростання в контексті загалом позитивної динаміки ВВП і зайнятості.

Інструментарій забезпечення таких цілей, використовуваний центральним банком з метою ефективної стабілізації макрофінансової системи, включає:

- національні системи страхування банківських внесків, що дозволяють суттєво знизити ризики ймовірної втрати заощаджень економічних суб'єктів, а отже, й мінімізувати потенційну нестабільність системи комерційних банків;
- політику фінансових обмежень, що передбачає контроль міжнародної циркуляції капіталу і лімітування процентних ставок на внутрішніх ринках, що значно знижує ризикованість кредитної політики комерційних банків;

- інституційне розмежування інвестиційної та кредитної активності банківського сегмента.

Інструментарій реалізації центральними банками грошово-кредитного регулювання постійно розширюється. Однак специфіка фази макроекономічного циклу впливає на популярність використання кожного з видів інструментів. Наприклад, останнім часом центральні банки більшості розвинених країн мінімально використовують вимоги щодо обов'язкового резервування та процентні ставки за операціями кредитування через дисконтне вікно, однак досить активно застосовують короткострокові ставки з операцій на відкритому ринку як основних інструментів реалізації власних цілей.

Методологічною основою зміщення акцентів із поняття «автономії» до категорії «незалежності» центробанку були наслідки глобальної фінансової кризи і умовного використання центральними грошово-кредитними установами ряду країн нестандартних монетарних методів, зокрема кількісного пом'якшення. Їхня реалізація, з однієї сторони, надала центробанкам більшу свободу, особливо щодо виконання власних функцій стосовно стимулювання економічної активності і підтримки стійкого зростання. З іншої – це суттєво ускладнило роботу центробанків через необхідність розширення ситуаційного спектра застосування відповідного інструментарію і потребу в їх суттєво ускладненому комбінуванні, коли природа відповідного інструментарію не суперечить досягненню кінцевих цілей монетарної інституції та грошово-кредитної політики, а також погоджується із загальною економічною політикою країни. У науковій літературі з теми для влучної характеристики вказаного процесу задіяно поняття комплементарності – взаємодоповнення позитивних ефектів дії окремих інструментів, яке, однак, на основі емпіричного досвіду є майже недосяжним. Наразі існує небезпека, що зниження рівню політичної та операційної незалежності центробанку дозволить уряду при формулюванні і реалізації бюджетно-податкової політики чинити домінування щодо цілей і завдань центрального банку протягом розробки і здійснення ним необхідного грошово-кредитного регулювання.

Прикладом значущого позитивного впливу грошово-кредитної політики на економіку є емпіричний досвід певних розвинених країн щодо реалізації нестандартної монетарної політики в контексті кількісного та кредитного пом'якшення. Зокрема, нестандартні заходи грошово-кредитного регулювання НБУ спочатку спрямовувалися на розширення банківського кредитування, а починаючи з рубіжного 2014 року – на придбання забезпечених облігацій і сек'юритизованих кредитів, на перманентну підтримку банківської ліквідності.

Класичний підхід щодо розв'язання вказаної проблеми полягає в тому, що для досягнення певної мети центробанк зобов'язаний мати спеціальний набір методів та інструментів. Виконання інших цілей зумовлює застосування іншого набору інституційних інструментів. Однак перехресне використання грошово-кредитних інструментів, спрямованих на досягнення різних цілей, може не лише не покращити кінцевий результат, а й істотно погіршити останній, або ж призвести до виникнення суттєвих дисбалансів. Принципова інституційна відмова від необхідності суворого дотримання принципу функціонально-

економічної незалежності центрбанку на користь принципу автономності останнього емпірично виявилася досить негативною тенденцією.

Грошово-кредитна політика є однією із базових складових фінансової політики держави, вона спрямовується на стійке забезпечення національної економіки грошовою масою у необхідній кількості, посилення ефективності обігу готівки, залучення коштів економічних суб'єктів до банківської сфери, ефективне спрямування кредитних ресурсів на потреби сталого поступального розвитку економіки. Загалом вона визначається комплексом множинно-пов'язаних, спрямованих на досягнення визначених цілей, заходів стосовно регулювання фінансового ринку, що здійснюється відповідною незалежною державною інституцією [7; 8]. Законом України «Про Національний банк України» грошово-кредитна політика визначається комплексом заходів щодо регулювання грошового обігу і кредиту, які спрямовуються на забезпечення стійкості національної грошової одиниці завдяки використанню певних засобів і інструментів, в т. ч. визначення та регулювання норм обов'язкового резервування для сегмента комерційних банків, а також щодо відсоткової політики, рефінансування банків, маніпулювання золотовалютними резервами, операцій з цінними паперами, контролю експорту й імпорту капіталу, впровадження на строк до 6 місяців вимог стосовно безумовного продажу певної частини валютних надходжень, регулювання строків за експортно-імпортними операціями, емісії власних боргових зобов'язань [9]. В «Основних засадах грошово-кредитної політики» декларовано, що згідно з сучасними тенденціями грошово-кредитної сфери та охопленням все ширшого кола питань раціонального є корекція законодавства в частині заміни терміна «грошово-кредитної політики» терміном «монетарна політика» [10].

Категорію грошово-кредитної політики можна трактувати й ширше як компоненту економічної політики держави, яка проявляється через систему конкретних заходів, що спрямовуються на забезпечення функціонування грошового обігу в нормальному режимі, підтримку стійкості національної валюти в контексті її купівельної спроможності, поступального розвитку національної економіки загалом. Практичними задачами та цілями грошово-кредитної політики наразі виступають: досягнення достатньої і стійкої зайнятості; гарантування загальної цінової стабільності (шляхом стабілізації внутрішньої купівельної спроможності); забезпечення стійких темпів економічного розвитку; оптимізація валютного курсу (зовнішньої купівельної спроможності національної валюти). Основною задачею грошово-кредитного регулювання можна вважати й забезпечення стійкості банківського сектора і розробку достатньо надійних механізмів контролю інфляції, що виступає передумовою забезпечення стійкого економічного зростання. Дж. Штейн справедливо зазначає, що пріоритетом функціонування державних грошово-кредитних інституцій є забезпечення не лише цінової, а й загальної фінансової стабільності [11].

Варто зауважити, що у грошово-кредитної політики наявна подвійна основна мета залежно від перспективної протяжності, на довгостроковий період – досягнення цінової стійкості; щодо коротко- і середньострокової перспек-

тиви – забезпечення процесу економічного розвитку. Існують певні відмінності стосовно детермінації ролі грошово-кредитної політики щодо відмінних стадій господарського циклу. Прихильники неокласичного синтезу наголошують на раціональності дотримання процентної ставки центрбанку на визначеному рівні, коли бюджетно-податкова політика модифікується згідно з циклічними коливаннями (стимуляторного або обмежувального характеру). Монетаристи наголошують, що пом'якшення політики щодо контролю основної відсоткової ставки сприяє масштабним коливанням господарської активності реального сегмента національної економіки завдяки проциклічній зміні грошової пропозиції.

В. І. Міщенко й І. М. Льон дійшли вагомого висновку, що базове завдання стосовно сприяння економічному зростанню полягає у формуванні визначених грошово-кредитних передумов, зокрема: стабільності макроекономічної ситуації та банківської системи загалом, збалансованості держбюджету і низького рівня публічного боргу, а також відносно сталої інфляції. Здійснення через відсоткову політику комплексу контрінфляційних заходів, адекватних об'єктивним економічним параметрам, є базовими напрямками непрямого впливу центрбанку на економічну динаміку [12]. Однак наразі не зрозуміло, чому баланс державного бюджету безпосередньо включено до монетарних умов зростання. Регулювання бюджетних відносин прямо не включено до компетенції грошово-кредитного інституту, у ряді сценаріїв фінансування держбюджету не впливає на показники монетарних індикаторів або ж інфляції. Застосування терміна «низький рівень держборгу» за поточних умов не дозволяє здійснювати оцінку його обсягу щодо ВВП. Вітчизняні дослідники та світові експерти здійснили розмежування показника державного боргу для держав з розвинутою і транзитивною економікою.

Ф. Арестіс і М. Соер вказують на факт, що строкової перспективі суттєво змінюється підхід стосовно ролі грошово-кредитної політики щодо регулювання економічного зростання: у минулому першочергова значущість належала механізму впливу на грошову пропозицію, наразі чільне місце посідає відсоткова політика центрбанку. Основною метою грошово-кредитної політики є досягнення цінової стабільності, що визначена певним індикативом на середньотермінову перспективу. Ця політика орієнтується переважно на сукупний попит, тому що зміна ключової відсоткової ставки має переважно чинити вплив на сукупний попит, а отже – і на індикатор інфляції. Грошово-кредитна політика є вагомим інструментом регуляції щодо інфляції попиту [13]. МВФ у власних рекомендаціях фіксує, що сучасна економічна політика держави передбачає включення грошово-кредитної політики до інструментарію антициклічного регулювання, основним пріоритетом визначає постійну підтримку цінової стабільності.

Цінова стабільність є першочерговою ціллю грошово-кредитної політики більшості держав на теперішній стадії розвитку економічних відносин. Методи і способи досягнення вказаної цілі суттєво різняться залежно від обраного раніше режиму (під яким Дж. Хьюзінга та Ф. Мішкін розуміли оперативну корекцію грошово-кредитної політики або ж або механізмів її здійснення) [14]. Вказаний

грошово-кредитний режим чинить значущу дію на формування регуляторних заходів, що генерує відповідні стратегічні рішення та спрямовує на виконання оперативних завдань, що постають перед центробанком на певному етапі. Вагомими орієнтирами грошово-кредитної політики виступають інфляція, курс валют, монетарні індикатори, ВВП. Існує і режим дискреційної грошово-кредитної політики, що не передбачає визначення кількісного орієнтира досягнення перспективної цінової стабільності, але передбачає прийняття попереджувальних контрольних заходів щодо інфляції, зокрема управління дефлятором ВВП, згідно з фактичними соціоекономічними умовами. Застосування такого режиму вимагає від центробанку високого рівня довіри в середовищі економічних суб'єктів, що потребує беззаперечно позитивних результатів його діяльності протягом тривалого часу. Інакше інфляційні очікування суттєво підвищуватимуться, що суттєво заважатиме центробанку якісно виконувати власні функціональні обов'язки.

Базисними інструментами раціональної реалізації грошово-кредитної політики держави, враховуючи суть вказаної категорії згідно з Я. Тінбергеном, виступає відсоткова ставка, операції центробанку на відкритому ринку, контроль резервів і монетарної бази банків. Водночас грошова база не може виступати ефективним інструментом, оскільки: її компонентою є готівка економічних суб'єктів, що, зокрема, використовуючи цей інститут, ухиляються від сплати податків, здійснюють торгівлю контрабандними та контрафактними товарами у всіх без виключення країнах. Поточна діяльність Федеральної Резервної Системи США як емітента задовольняє попит населення і позабанківських інституцій щодо готівки, не здійснюючи спроб лімітації обсягу готівки, що перебуває в обігу. Завдяки використанню нею грошової бази реалізується таргетування ВВП.

Облікова ставка є досить вагомим грошово-кредитним інструментом, рішення ж центробанку стосовно її фактичного розміру приймаються, враховуючи раніше зазначені правила або ж шляхом дискреційного управління. Найвідомішим у сучасній науці є правило Тейлора, що чітко детермінує взаємозалежність між розміром короткострокової відсоткової ставки та індикаторами реального ВВП, інфляції тощо. Математично це правило якісно ілюстроване формулою [15]:

$$nc = z_t + ppc_t^* + a_{zi} \cdot (z_t + z_t^*) + a_{GDP} \cdot (GDP_t - GDP_t^*), \quad (1)$$

де nc_t – короткострокова процентна ставка;
 z_t – загальний рівень інфляції;
 ppc_t^* – рівноважний рівень реальної процентної ставки;

z_t^* – бажаний індикаторний загальний рівень інфляції;

GDP_t – логарифм реального ВВП;

GDP_t^* – логарифм потенційного ВВП;

a_{zi}, a_{GDP} – вільні члени.

Дж. Тейлор визначив кількісно, що рівноважний рівень реальної ставки відсотка у перспективі відповідає 2%. Наразі актуалізується дослідницький пошук щодо детермінації поточного рівня і наступних перспектив коливання

рівноважного рівня реальної відсоткової ставки, що відповідає ситуації, за якої реальний валовий продукт ототожнюється за значенням з потенційним, а інфляція – з обраним індикативом, тобто в державі досягається абсолютна цінова стабільність. Слід зазначити, що науковці дійшли висновку, що при дотриманні монетарним регулятором правила Тейлора мультиплікатор публічних видатків менший від одиниці. При наближенні номінальної процентної ставки до нульового значення такий мультиплікатор здебільшого значно більший за одиницю [15].

Обов'язкові вимоги центробанку щодо резервів вагово впливають на грошову масу, виступаючи інструментом максимізації ліквідності у банківській системі, залежно від фази економічного циклу. Контроль щодо кредитної активності банківського сектора через зазначене регулювання відзначається на сукупному попиті і ВВП. Використання ж норм обов'язкового банківського резервування виступає механізмом безумовного виконання згаданими установами власних зобов'язань щодо клієнтів, які належить до загальних обов'язків грошово-кредитної інституції щодо забезпечення макростабільності. Порушення вказаних вимог суворо санкціонується.

Операції на відкритому ринку виступають інструментом універсальної реалізації грошово-кредитної політики внаслідок ринкового обігу боргових цінних паперів. Таким чином забезпечується досягнення оперативне грошово-кредитне регулювання і дотримання достатньої ліквідності банківського сегменту. За наявності розвинутого фінансового ринку ефект зміни грошово-кредитного профілю національної економіки зростає, і підвищується адаптивність заходів грошово-кредитного регулювання. Зараз надзвичайно актуальною є підтримка стійкої координації грошово-кредитної та бюджетно-податкової політик, оскільки висока питома вага власності НБУ ОВДП у структурі посвідчує недостатню ліквідність державних цінних паперів, значні боргові ризики, незбалансованість фіскальної політики.

Для відкритих економік у стратегічній перспективі грошово-кредитна політика в контексті посилення власної ефективності повинна комплексно забезпечити комбінацію:

- а) плаваючого валютного курсу (різних модифікацій),
- б) інфляційного таргетування (надалі – ІТ),
- в) адаптивного застосування інструментарію (відсоткової ставки, грошово-кредитних агрегатів тощо) задля наближення до проміжних та кінцевих цілей.

Монетарна політика чинить вагомий вплив на макродинаміку, однак характер останнього є досить неоднорідним, актуальною є проблематика адекватного оцінювання зв'язку валютного курсу із ВВП, валютного курсу й інфляції.

Теорія вказує, що поступова девальвація національної валюти може сприяти суттєвому посиленню експортного потенціалу держави, водночас підвищуючи ціни на імпортні товари, що загалом каталізує розробку та реалізацію національних програм імпортозаміщення. Вказаний аспект загалом позитивно позначається на макродинаміці. Через недостатність технологічного рівня національної економіки або ж її сировинне спрямування вказаний пози-

тивний ефект є короткостроковим, недостатньо стимулює економічних суб'єктів щодо модернізації. Програми щодо імпортозаміщення не можуть бути масштабними, оскільки здебільшого імпортовані товари належать до групи так званого «завершеного циклу», будучи наукоємними. Стійке зростання вартості техобладнання певним чином сповільнює теми переоснащення підприємств, знижує рівень їх ринкової конкурентоспроможності. У Істерлі, Р. Кінг, Р. Левайн і С. Ребелло ґрунтовно дослідили впливу запозичених технологій на господарське зростання, вивчивши роль грошово-кредитної політики країни. Згідно з їх дослідженнями необґрунтована грошово-кредитна політика, виражена наявністю тіньового ринку, подвійних котирувань щодо різних економічних суб'єктів, існування певних обмежень суттєво, позначається на зростанні вартості технологій, негативно впливає на темпи економічного зростання [16]. Відштовхуючись від згаданої моделі, Ф. Картаєв з'ясував, що девальвація національної грошової одиниці на 1 % збільшує ціни імпортованих технологій, гальмуючи

темпи зростання реального виробництва на $\frac{a}{1-a}\%$ %, де a – коефіцієнт еластичності випуску щодо імпортованого товару [17].

Зростання цін через девальвацію на національному ринку суттєво знижує купівельну спроможність суб'єктів

господарської діяльності і сукупний попит, коректує структуру споживання, враховуючи ефект перерозподілу доходів економічних суб'єктів з максимальною схильністю щодо споживання відносно суб'єктів з відносно низькою схильністю, негативно відображаючись на макропоказниках. Слід зазначити, що девальвація при низькій еластичності експортно-імпортних операцій за ціною може знижувати торговельний баланс і сприяти економічній рецесії.

С. В. Науменкова та В. І. Міщенко пропонують диференціювати види грошово-кредитної політики залежно від показника реальної процентної ставки, котра визначається арифметичною різницею між ставкою рефінансування центробанку для забезпечення кредитів овернайт і рівнем інфляції. Застосовуючи згаданий вище підхід, дослідники вважають грошово-кредитну політику стримуючою за умов позитивного значення реальної процентної ставки, а стимулюючою – при негативному значенні реальної процентної ставки, відповідно [18]. Вагомим також є таке порівняння індексу споживчих цін (надалі – ІСЦ) із реальною процентною ставкою центробанку. Як видно з рис. 1, протягом фаз економічної стабілізації розрив між цими індикаторами має тенденцію до суттєвого скорочення. При виникненні екзо- та ендогенно спричинених дисбалансів макросистеми спостерігається суттєвий розрив в межах від 45,6 в. п. (2 квартал 2008 року) до 89,4 в. п. (2 квартал 2015 року).



Рис. 1. Квартальна динаміка ІСЦ та реальної процентної ставки за період 2005–2020 років, %

Джерело: розраховано та побудовано автором на основі даних НБУ [19]

Загалом нами проаналізовано щоквартальні звіти стосовно діяльності Національного банку України (надалі – НБУ) з 1 кварталу 2005 по 2 квартал 2020 року. З'ясовано, що грошово-кредитна політика центрального банку протягом цього періоду мала переважно обмежувальний, стримуючий характер. Так, з 62 розглянутих періодів зазначено лише 22 епізоди реалізації НБУ політики грошово-кредитного стимулювання: у 1–3 кварталах 2005 року, з 4 кварталу 2006 року до 1 кварталу 2009 року (10 періодів поспіль), у 4 кварталі 2010 року, у 2 кварталі 2011 року, з 4 кварталу 2014 року до 1 кварталу 2016 року, а також в третьому кварталі 2017 року.

Волатильність реальної процентної ставки центробанку під час періоду виявилась досить високою. Максимально м'якою грошово-кредитна політика була в 2014–

2016 роках, що було зумовлено обмеженістю передачі імпульсу в трансмісійному механізмі через кредитний та процентний канали у зв'язку із загалом несприятливими соціально-економічними обставинами. Однак чітке визначення виду монетарної політики та його кількісна інтерпретація мають відповідати циклам господарської кон'юнктури, дозволяти доволно формулювати адаптивні програми заходів центрального банку щодо раціонального збалансування грошового обігу та надійного функціонування грошово-кредитного ринку. Одним із пояснень виявленого емпірично феномену зміни концепції грошово-кредитної політики є об'єктивний лаг між здійсненням сукупності заходів державного грошово-кредитного регулювання та застосування інструментарію бюджетно-податкової політики й їх наслідками щодо особливостей

реалізації фінансово-господарської діяльності вітчизняними економічними суб'єктами. Максимальний розрив між ІСЦ та реальною процентною ставкою спостерігався у саме у 2008 та 2015 роках, що може бути пояснено несприятливою економічною кон'юктурою. Так, у вищезгаданому 2008 році спостерігалось відносно скорочення частки експорту чорних і кольорових металів, а також виробів із них (43,18 % проти попереднього показника 44,54 %, із подальшим скороченням до 33,94 %). У 2016 році вказаний індикатор сягнув 24,13 %, що значно поступається індикатору 2014 року (29,58 %) та докризовим періодам (44,95 % у 2006 році), однак слід зважати на міжнародну динаміку попиту на відповідні категорії товарів, зокрема їх експортотворюючі групи.

Згідно з загальними підходами реалізація центрального банком обмежуючої грошово-кредитної політики спрямовується на раціональне скорочення обсягу грошової маси, що перебуває в обігу, завдяки підвищенню рівня відсоткової ставки, пониження обсягу рефінансування комерційних банків та імплементації певних адміністративних обмежень. Вказана політика застосовується переважно із метою стабілізації грошово-кредитної та фінансової систем, стримування інфляції. За її застосування може відбутися певне сповільнення темпів кредитування, стабілізація чи градуальне зниження валютного курсу, зниження господарської активності, скорочення споживчого попиту і зростання заощаджень домогосподарств. Але свідоме здійснення вищеприписаної грошово-кредитної політики шляхом стримування пропозиції грошей теоретично може призвести до сповільнення темпів економічного зростання та підвищення рівня загального безробіття.

Результати реалізації стимулюючої грошово-кредитної політики НБУ полягали у природі обсягу грошової маси в обігу через зниження процентних ставок, збільшення обсягів рефінансування фінансово-кредитних інституцій, лібералізацію фінансово-господарської діяльності тощо. Здебільшого політика грошової експансії використовується для нарощування обсягів кредитування, активізації бізнесу, стимулювання макроекономічних інвестиційних процесів, подолання / уникнення спаду виробництва, стійкого зростання споживчих витрат. Критики реалізації вказаної грошово-кредитної політики вказують, що масштабна лібералізація грошово-кредитного ринку та кредитна експансія здатні активувати інфляційні та девальваційні процеси, суттєво знизити рівень фінансової стійкості, породити фінансові кризи.

Оскільки теоретично обидві вказані стратегічні альтернативи є достатньо обґрунтованими, слід зважати, що тоді абсолютизуються кінцеві результати. Економічна раціональність полягає в тому, що центробанк реалізує певний вид грошово-кредитної політики у руслі генеральної економічної політики держави, враховуючи стан реального сектора економіки, історичні та громадські особливості розвитку країни, стан ринкової кон'юнктури. Проте специфіка використання інструментів грошово-кредитного регулювання наразі полягає в тому, що вони мають дешо тимчасовий характер і покликані до оперативного впливу на грошово-кредитний ринок, регулюючи монетарним інституційним інструментарієм економічну кон'юктуру.

У контексті сказаного актуальним виступає інфляційне таргетування (надалі – ІТ), сприйняте більшістю розвинених і трансформаційних економік, починаючи з 1990-х років [6; 20]. Роль ІТ полягає в постійному забезпеченні стабільності грошового ринку і стимулюванні економічного зростання. Основними об'єктами регулювання при цьому виступають пропозиція грошей, відсоткові ставки, нормативи обов'язкового резервування, валютний курс, загальний рівень монетизації національної економіки, тобто сукупність інструментарію грошово-кредитної політики і індикаторів, серед яких відсутні показники, прямо пов'язані з економічним зростанням. Саму тому грошово-кредитна політика не може прямо співвідноситися з темпами зростання економіки. Грошово-кредитна політика може генерувати певні передумови, за яких господарюючі суб'єкти діють згідно з цілями державної економічної стратегії задля стимулювання економічного зростання. Відповідний опосередкований вплив може здійснюватися за наявності таких умов: макростабільність, досить збалансований розвиток грошово-кредитного ринку, стійкість банківської системи. Варто зазначити, що після Великої рецесії 2007–2009 років в більшості держав із розвинутою та перехідною економікою базова функція забезпечення фінансової стабільності покладалася на центробанк.

Поширеною є думка, що використання ІТ (в класичній або м'якій формі) забезпечує макроекономічну стабільність, котра, своєю чергою, є обов'язковою передумовою забезпечення економічного розвитку. За визначенням фахівців Європейського центрального банку (надалі – ЄЦБ), інфляційне таргетування – це довгострокова стратегія грошово-кредитної політики, спрямована на постійну підтримку стабільності цін шляхом мінімізації відхилень прогнозу інфляції від її проголошеного цільового рівня, заснована на використанні як операційного орієнтира грошово-кредитної політики процентної ставки центрального банку.

Головною задачею реалізації таргетування інфляції є забезпечення та підтримка на певному рівні встановленого центробанком цільового рівня інфляції завдяки використанню сукупності грошово-кредитних методів та інструментів [21]. Перехід центральних банків до використання ІТ передбачає наявність ряду інституційних передумов, здатних забезпечити його ефективність. Основними з них є:

- наявність високого рівня інституційної незалежності центробанку щодо питань розробки та реалізації грошово-кредитної політики, планування стратегічних, короткострокових і оперативних цілей, а також інструментарію їх ефективного досягнення;
- наявність розвинутого фінансового сектора економіки і злагоджено функціонуючого ринку капіталів, а також спроможність емісії та забезпечення ринкової циркуляції високоліквідних державних цінних паперів;
- збалансована бюджетно-політика високо координувана із грошово-кредитною політикою, оскільки дефіцит бюджету є одним з визначальних факторів впливу на рівень інфляції. На основі досвіду країн з економікою, що розвивається, рівень інституційної незалежності центробанку прямо

пропорційний зростанню дефіциту бюджету: чим вищим є дефіцит бюджету, тим нижчим – рівень інституційної та операційної незалежності центрального банку. Потреба в координації грошово-кредитної та бюджетно-податкової політики обумовлена також тим, що відповідний цільовий інфляційний орієнтир встановлюється здебільшого на середньостроковий період, що вимагає координуваних дій центрального банку і уряду щодо продукування якісного прогнозу рівню інфляції, враховуючи основні заходи економічної, зокрема, бюджетно-податкової політики уряду;

- висока якість комунікаційної політики центрального банку.

Часто ІТ характеризують досить спрощено лише як організаційно-управлінський процес, спрямований на досягнення цільового рівня інфляції. Однак до відповідної дефініції слід підходити комплексно: ІТ є одним з трьох видів грошово-кредитної політики, що зараз використовуються в практиці центробанків, разом із таргетуванням грошових агрегатів та таргетуванням валютного курсу. Наразі ІТ є найбільш досконалою можливістю реалізації грошово-кредитного регулювання, що передбачає певний комплекс заходів щодо контролю рівня інфляції та забезпечення фінансової стабільності завдяки використанню сукупності грошово-кредитних методів і інструментів. Це система визначених принципів, методів і операційних процедур у межах генеральної стратегії грошово-кредитного регулювання, що наразі дозволяють центробанку утримувати цільовий показник інфляції на встановленому рівні. У світовій практиці накопичений емпіричний досвід застосування саме для ІТ. Більшість країн з розвинутою і трансформаційною економікою через загальну невизначеність інфляційних процесів і складність контролю щодо останніх встановлюють інфляційний таргет у формі інтервалу для середньострокового періоду [21]. ІТ дозволяє центральним банкам у процесі реалізації індивідуальної грошово-кредитної політики зберігати певний запас гнучкості та приймати найбільш виважені рішення.

В умовах нестабільності економіки і за високого вихідного рівня інфляції, що більше характерно для країн, що розвиваються, перехід до повноцінного ІТ ускладнюється. У таких ситуаціях спочатку визначається загальна стратегічна мета грошово-кредитної політики – зниження рівня інфляції, а пізніше встановлюються коротко- та середньострокові інфляційні орієнтири, що дозволяють поступово перейти від поточного рівня інфляції до цільового орієнтира. Реалізація вказаного ступеневого підходу здебільшого дозволяє центробанку більш ефективно реалізувати антиінфляційну політику, поступово знижуючи інфляційні очікування суспільства. У більшості країн рівень інфляційного таргету уряд і центральний банк встановлюють спільним рішенням, яке підвищує відповідальність кожної з названих інституцій за досягнення цільового рівня інфляції, відображаючи наявність високої координації грошово-кредитної бюджетно-податкової політики.

Основа ІТ становить механізм управління процентними ставками грошового ринку, які слугують головним інструментом контролю інфляції і найбільш дієвим кана-

лом впливу грошово-кредитної політики на поведінку ринкових суб'єктів. З метою передачі імпульсів від центробанку до суб'єктів господарювання, насамперед тих, що представляють реальний сектор економіки, важливу роль відіграє наявність ефективно функціонуючого трансмісійного механізму грошово-кредитної політики, завдяки котрому грошово-кредитний регулятор за допомогою регулювання грошово-кредитного ринку здійснює вплив на національну економіку.

Для центральних банків, що таргетують інфляцію, основним операційним орієнтиром в ході реалізації їх грошово-кредитної політики виступає ключова (базова) відсоткова ставка, на основі котрої формуються імпульси стосовно перспективного характеру грошово-кредитної політики, а також визначається ефективна процентна ставка. З цією метою центральні банки повинні мати в своєму арсеналі вагомий механізм управління процентними ставками грошового ринку, що передбачають специфічний порядок рефінансування комерційних банків і абсорбування ліквідності, за якого відсоткові ставки перебували б у попередньо визначеному діапазоні, встановленому виходячи з показника ключової ставки. При цьому центробанки мають щодня контролювати стан ліквідності системи комерційних банків і адекватно оцінювати обсяг необхідного ринку ліквідності для підтримки ставки грошового ринку на цільовому рівні, котра повинна корелювати з інфляційним таргетом.

У процесі реалізації ІТ вагоме значення має порядок визначення рівня офіційної ключової процентної ставки. Центральні банки, що таргетують інфляцію, повинні прогнозувати її таким чином, щоб у середньостроковій перспективі вона відповідала цільовим орієнтирам, дозволяла підтримувати цінову стабільність. Між діями грошово-кредитного регулятора і коливанням темпів зміни цін існує певний часовий лаг, внаслідок чого грошово-кредитна політика центробанку впливає на інфляцію не безпосередньо, а через ставки грошового ринку. Кількісне значення згаданого лагу емпірично може становити від 1 до 3 кварталів.

Висновок. Вплив грошово-кредитної політики держави на поведінку економічних суб'єктів з урахуванням економічної циклічності є непрямим, проте вагомим. Функціонування центрального банку має базуватися на принципі інституційної незалежності із метою досягнення максимального ефекту провадження грошово-кредитної політики. Для ряду економік, що розвиваються, проблематика монетарного регулювання пов'язана з постійним удосконаленням системи публічних фінансів, вагомими невизначеностями ендогенного і екзогенного середовища. Під функціональною адаптивністю діяльності інституту центрального банку в системі економічної архітектури розуміють його здатність до неперервного провадження якісного регулювання соціально-економічного розвитку держави, зокрема протидії ймовірним кризовим явищам. При цьому основними задачами грошово-кредитного регулювання на етапі економічних трансформацій є забезпечення довгострокової стабільності національної грошової одиниці, внаслідок чого стає можливим гарантування стійкості фінансової системи, створення підґрунтя для економічного зростання. Наразі перелік безпосереднього інстру-

ментарію грошово-кредитного регулювання досить сильно залежить від фази економічного циклу. Загалом розрізняють обмежувальну та стимулюючу грошово-кредитні політики. У першому кварталі 2005 року – другому кварталі 2020 років грошово-кредитна політика НБУ була переважно обмежувальною, проте за потреби протидії несприятливим фінансовим процесам монетарний регулятор декілька разів вдавався до її пом'якшення, що знайшло прояв у від'ємному значенні реальної процентної ставки. На основі позитивного емпіричного досвіду низки країн із розвинутою та перехідною економіками було обґрунтовано доцільність таргетування інфляції, що з незначним часовим лагом дозволяє ефективно виконувати задачі грошово-кредитного регулювання.

ЛІТЕРАТУРА

1. Silva M. New monetarism with endogenous product variety and monopolistic competition. *Journal of Economic Dynamics and Control*. 2017. Vol. 75. P. 158–181.
2. Hung H. F., Thompson D. Money supply, class power, and inflation: Monetarism reassessed. *American Sociological Review*. 2016. Vol. 81 (3). P. 447–466.
3. Friedman M, Schwartz A. A monetary history of the United States, 1867–1960. Princeton University Press, 2008. 860 p.
4. Данилишин Б. М. Основні напрями монетарної політики України. *Фінанси України*. 2018. № 2. С. 9–25.
5. Дзюблюк О. Монетарна політика як ключовий важіль реалізації антикризових заходів в економіці. *Банківська справа*. 2017. № 2. С. 3–26.
6. Chugunov, I., Pasichnyi, M., & Nepytyaliuk, A. (2019). Macroeconomic effects of inflation targeting in advanced and emerging market economies. *Banks and Bank Systems*. 2019. Vol. 14 (4). P. 153–165.
7. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін / за ред. В. С. Стельмаха. Київ : Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. 404 с.
8. Козюк В. Поведінка центрального банку в світлі концепції сучасної монетарної теорії. *Журнал європейської економіки*. 2018. № 2 (2). С. 226–248.
9. Про Національний банк України : Закон України від 20.05.1999 № 679-XIV. URL: <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/679-14>
10. Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу : Рішення Ради Національного банку України від 12.09.2017 № 37-рід. URL: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/vr037500-17>
11. Stein J. C. Monetary policy as financial stability regulation. *The Quarterly Journal of Economics*. 2012. Vol. 127 (1). P. 57–95.
12. Мищенко В. І., Льон І. М. Роль монетарного регулювання у стимулюванні економічного розвитку. *Фінанси України*. 2017. № 4. С. 75–93.
13. Arestis P., Sawyer M. Can monetary policy affect the real economy? *European Review of Economics and Finance*. 2004. Vol. 3 (3). P. 3–26.
14. Huizinga, J., Mishkin, F. S. Monetary policy regime shifts and the unusual behavior of real interest rates. In *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. 1986. Vol. 24. P. 231–274.
15. Taylor, J. B. (2000). Using monetary policy rules in emerging market economies “Stabilization and Monetary Policy: The International Experience,” Bank of Mexico, 19 p.
16. Easterly, W., King, R., Levine, R., & Rebelo, S. Policy, technology adoption, and growth (No. w4681). *National Bureau of Economic Research*. 1994. URL: <https://www.nber.org/papers/w4681.pdf>.
17. Картаев Ф. С. Выбор режима монетарной политики и экономический рост : монография. М. : МГУ Ломоносова, 2017. 235 с.
18. Науменкова С. В., Мищенко В. И. Влияние денежно-кредитной политики центрального банка на стимулирование экономического роста. *Проблемы современной экономики*. 2015. № 2 (54). С. 168–175.
19. Офіційне Інтернет-представництво Національного банку України. URL: <https://bank.gov.ua/>
20. Пасічний М. Д. Фінансова політика держави : монографія. Київ : КНТЕУ, 2019. 440 с.
21. Пасічний М. Д. Монетарна політика в трансформаційній економіці. *Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право*. 2019. № 2. С. 135–150.
22. Буковинський С. А., Унковська Т. Є., Джус М. О. До питання розробки стратегії монетарної політики національного банку України. *Економіка України*. 2015. № 8. С. 4–30.

REFERENCES

- Arestis, P., and Sawyer, M. “Can monetary policy affect the real economy?” *European Review of Economics and Finance*, vol. 3 (3) (2004): 3-26.
- Bukovynskyi, S. A., Unkovska, T. Ye., and Dzhus, M. O. “Do pytannia rozrobky stratehii monetarnoi polityky natsionalnoho banku Ukrainy” [On the Issue of Developing the Monetary Policy Strategy of the National Bank of Ukraine]. *Ekonomika Ukrainy*, no. 8 (2015): 4-30.
- Chugunov, I., Pasichnyi, M., and Nepytyaliuk, A. “Macroeconomic effects of inflation targeting in advanced and emerging market economies”. *Banks and Bank Systems*, vol. 14 (4) (2019): 153-165.
- Danylyshyn, B. M. “Osnovni napriamy monetarnoi polityky Ukrainy” [The Main Directions of Monetary Policy of Ukraine]. *Finansy Ukrainy*, no. 2 (2018): 9-25.
- Dziubliuk, O. “Monetarna polityka yak kliuchovy vzhil realizatsii antykrizovykh zakhodiv v ekonomitsi” [Monetary Policy as a Key Lever for the Implementation of Anti-crisis Measures in the Economy]. *Bankivska sprava*, no. 2 (2017): 3-26.
- Easterly, W. et al. “Policy, technology adoption, and growth”. National Bureau of Economic Research. 1994. <https://www.nber.org/papers/w4681.pdf>
- Friedman, M., and Schwartz, A. *A monetary history of the United States, 1867-1960*. Princeton University Press, 2008.
- Huizinga, J., and Mishkin, F. S. “Monetary policy regime shifts and the unusual behavior of real interest rates”. In *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, vol. 24, 231-274, 1986.
- Hung, H. F., and Thompson, D. “Money supply, class power, and inflation: Monetarism reassessed”. *American Sociological Review*, vol. 81 (3) (2016): 447-466.
- Kartayev, F. S. *Vybor rezhima monetarnoy politiki i ekonomicheskii rost* [Choice of the Monetary Policy Regime and Economic Growth]. Moscow: MGU Lomonosova, 2017.
- Koziuk, V. “Povedinka tsentralnoho banku v svitli kontseptsii suchasnoi monetarnoi teorii” [The Behavior of the Central Bank in

the Light of the Concept of Modern Monetary Theory]. *Zhurnal yevropeiskoi ekonomiki*, no. 2(2) (2018): 226-248.

[Legal Act of Ukraine] (1999). <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/679-14>

[Legal Act of Ukraine] (2017). <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/vr037500-17>

Mishchenko, V. I., and Lon, I. M. "Rol monetarnoho rehu-liuvannia u stymuliuvanni ekonomichnoho rozvytku" [The Role of Monetary Regulation in Stimulating Economic Development]. *Finansy Ukrainy*, no. 4 (2017): 75-93.

Monetarna polityka Natsionalnoho banku Ukrainy: suchasnyi stan ta perspektyvy zmin [Monetary Policy of the National Bank of Ukraine: Current Status and Prospects for Change]. Kyiv: Tsentr naukovykh doslidzhen Natsionalnoho banku Ukrainy; UBS NBU, 2009.

Naumenkova, S. V., and Mishchenko, V. I. "Vliyaniye denezhno-kreditnoy politiki tsentralnogo banka na stimulirovaniye ekonomicheskogo rosta" [Impact of Central Bank Monetary Policy on Stimulating Economic Growth]. *Problemy sovremennoy ekonomiki*, no. 2(54) (2015): 168-175.

Ofitsiine Internet-predstavnytstvo Natsionalnoho banku Ukrainy. <https://bank.gov.ua/>

Pasichnyi, M. D. "Monetarna polityka v transformatsiinii ekonomitsi" [Monetary Policy in a Transformational Economy]. *Zovnishnia torhivlia: ekonomika, finansy, pravo*, no. 2 (2019): 135-150.

Pasichnyi, M. D. *Finansova polityka derzhavy* [Financial Policy of the State]. Kyiv: KNTEU, 2019.

Silva, M. "New monetarism with endogenous product variety and monopolistic competition". *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 75 (2017): 158-181.

Stein, J. C. "Monetary policy as financial stability regulation". *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 127 (1) (2012): 57-95.

Taylor, J. B. *Using monetary policy rules in emerging market economies "Stabilization and Monetary Policy: The International Experience"*. Bank of Mexico, 2000.

Стаття надійшла до редакції 14.08.2020 р.

■