

# МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ЯК ЕЛЕМЕНТ СУСПІЛЬНОГО ДОГОВОРУ: ЛОГІКО-ІСТОРИЧНИЙ АНАЛІЗ

## MONETARY POLICY AS PART OF SOCIAL CONTRACT: THE LOGICAL AND HISTORICAL ANALYSIS

**Тетяна КРИЧЕВСЬКА,**  
кандидат економічних наук,  
Інститут економіки та прогнозування  
НАН України, Київ



**Tetiana KRYCHEVSKA,**  
Ph.D. in Economics,  
Institute for Economics and Forecasting,  
NAS of Ukraine, Kyiv

Ще десять років тому монетарну політику вважали ледь не точною наукою із загальною для всіх теорією і механізмами. Потім виявилось, що ця теорія придатна лише для запобігання перегріву економіки на підвищувальній фазі глобального економічного циклу, вона не включає фінансового сектора, не враховує змін інституцій і поведінки економічних суб'єктів. Кардинальну невідповідність цій теорії монетарної політики Федеральної резервної системи – центрального банку найбільшої економіки світу – пояснювали або як анахронізм і пережиток Великої депресії, або як розкіш, яку може собі дозволити лише економіка, чия грошова одиниця є світовою валютою, або як формальну оболонку, під якою проводиться відповідна конвенційному режимові гнучкого

інфляційного таргетування монетарна політика за правилом Тейлора. Опинившись спочатку в ситуації кризи, а потім – надто повільного зростання, яке називають «Довготривалою стагнацією» (Secular Stagnation – Л.Саммерс) [1], «Великим нездужанням» (Great Malaise – Дж.Стігліц) [2], «Новою посередністю» (New Mediocre – К.Лагард) [3], центральні банки провідних економік розширюють сферу своєї відповідальності: повертають і розширюють повноваження щодо забезпечення фінансової стабільності, відкрито стимулюють економічне зростання та кредитування реального сектора економіки. Вони змінюють політику не лише у відповідь на гострі кризові явища, а й на процеси довготривалого характеру, що сповільнюють економічне зростання. Оскільки остання глобальна криза почалася з фінансового сектора, суспільство, природно, очікувало саме від центральних банків найрішучіших дій для виправлення ситуації. Окрім цього, масштабність стимулюючої монетарної політики посилила її розподільчі ефекти, тож постало питання вже про «верхню межу» відповідальності центрального банку як невиборного органу влади, що перебуває поза демократичним процесом. Яким би «технократичним» органом не був центральний банк, зрозуміло, що його політика, по-різному впливаючи на різні сектори економіки й категорії економічних суб'єктів, не може цілковито перебувати поза увагою політичного процесу. Якщо монетарна політика породжує непропорційно великі вигоди або непропорційно великі втрати для певних суб'єктів чи секторів, виникає

загроза втрати її легітимності. Ідея про те, що легітимність державного органу постає зі згоди керованих, лежить в основі теорії суспільного договору (Г.Гроцій, Т.Гоббс, Дж.Локк, Ж.-Ж. Руссо, П.-Ж. Прудон, Ст.Оріховський, Дж.Роулз та ін.). Якщо монетарна політика з потужними

розподільчими ефектами все ж виявляється оптимальною з макро-економічних міркувань, то, аби вона залишалася легітимною, ці ефекти мають компенсуватися за допомогою інших інструментів. Іншими словами, монетарна політика виступає одним з елементів суспільного договору, що стосується політики держави в цілому.

У провідних економіках з ринками, що формуються, наприклад, у Китаї, монетарна політика відкрито виступала елементом моде-

*На основі аналізу монетарної історії, починаючи із середньовічних публічних емісійних депозитно-розрахункових банків до сучасності, з'ясовано логіку формування суспільних запитів до монетарної політики і відповідей монетарної влади. Оскільки досліджуваний період охоплює періоди становлення й захисту державності, економічні потрясіння й глибокі інституційні зміни, то й отримані висновки щодо оптимальної монетарної політики відрізняються від тих, які нерідко пропонують іноземні експерти на основі аналізу «кращої практики» специфічного періоду 1990-х – початку 2000-х. Доведено, що монетарна політика завжди була елементом економічної стратегії, моделі економічного зростання і, зрештою, суспільного договору. Легітимність її суспільством, формування суспільної довіри до неї відбувається за цілим рядом критеріїв: стабільності національної грошової одиниці, економічного зростання, повної зайнятості, фінансової стабільності й справедливості (оцінки доступності кредитних ресурсів і розподільчих ефектів цієї політики). Розкрито основні проблеми й суперечності монетарного режиму в Україні та розглянуто можливості його коректування.*

*Based on the analysis of monetary history since medieval public deposit and settlement banks to the present, the article reveals the logic of the formation of public demands on monetary policy and monetary authorities' responses for them. As the time interval under consideration covers periods of states building and defence, economic turmoil and deep institutional changes, the findings on the optimal monetary policy differ from those offered by foreign experts often based on analysis of «best practices» for specific period of 1990<sup>th</sup> - early 2000<sup>th</sup>. It has been founded that monetary policy has always been a part of economic strategy, of some model of economic growth and ultimately of social contract. It has been shown that the legitimization of monetary policy by society and the formation of its credibility are carried out by a number of criteria: stability of the national currency, economic growth, full employment, financial stability and justice (assessment of credit availability and distribution effects of monetary policy). The features of the future monetary policy regime growing within the existing monetary regimes have been highlighted. The basic problems and contradictions of monetary regime in Ukraine have been revealed and the ways for its correction have been shown.*

лі економічного зростання: до 2008 – експортно-орієнтованої, а з початком глобальної кризи – інвестиційної. В Україні проблема монетарної політики як елемента суспільного договору постає ще гостріше: з точки зору вибору вектора інтеграційних процесів та ступеня монетарного суверенітету; в сенсі необхідності радикальних реформ, яких вимагає надвисока ціна у вигляді людських жертв, заплачена за можливість змін; у зв'язку з актуалізацією дискусії щодо оптимального розміру держави (дерегуляція vs активна промислова політика); на тлі відмови Національного банку від відповідальності за зовнішню складову стабільності грошової одиниці та втрати контролю над її внутрішньою складовою; в умовах руйнування попереднього імпліцитного суспільного договору – корупція в обмін на «стабільність»; в умовах найширшого суспільного усвідомлення олігархічного характеру української економіки.

Французькі дослідники М.Аглієтта і А.Орлеан, виходячи зі складових громадянського порядку, формують проблему легітимності монетарної політики і три її критерії: гарантії (незмінності грошової одиниці в часі), економічного зростання і справедливості [4]. Ми ж обрали інший шлях, спробувавши отримати ці критерії легітимності чи основи довіри до монетарної політики або ж межі її відповідальності за допомогою монетарної історії, досліджуючи, як змінювалися цілі грошової емісії. Шукаючи відповіді у монетарній історії, ми послуговувалися працями А.Сміта, А.Андреадеса, Дж.Вуда, А.Мелтцера,

Р.Хетцела, М.Ротбарда, Г.Девіса, Р.Тімберлейка, М.Фрідмана, А.Шварц, К.-Л.Хольцфреріха, Б.Ейхенгіна, П.Бернштейна, П.Роти та ін. Майбутнє монетарної політики в контексті дисбалансів, виявлених останньою глобальною кризою, намагаються передбачити Дж.Стігліц, П.Кругман, О.Бланшар, Л.Саммерс, К.Боріо, К.Лагард, А.Тернер, Т.Баюмі та багато інших. Проблеми спрямованості монетарної політики в Україні та меж її відповідальності досліджують В.Геєць, А.Гальчинський, А.Гриценко, С.Кораблін, О.Яременко, М.Савлук, В.Міщенко, С.Науменкова, І.Шумило, О.Савченко, О.Сугоняко, С.Шумська, Т.Богдан, Н.Шелудько, О.Дзюблук, О.Шаров, Т.Унковська, С.Буковинський, Н.Баріда, Ю.Прозоров, М.Джус та ін.

Ми ж спробуємо з'ясувати логіку формування суспільних запитів до монетарної політики і відповідей монетарної влади на основі вивчення більш тривалої монетарної історії, ніж здебільшого використовують іноземні радники – історії, яка охоплює періоди становлення й захисту державності, економічні потрясіння та глибокі інституційні зміни.

У Середньовічній Європі перші державні банки (della Piazza de Rialto у Венеції, заснований у 1584 році, Банк Амстердаму в Голландії, заснований у 1609 році) створювалися в італійських містах державах та північно-європейських торговельних державах з метою сприяння торгівлі шляхом забезпечення надійного зберігання грошей і якісних розрахунків. Надійність зберігання грошових запасів забезпечувалася завдяки забороні таким банкам використовувати ці вклади на кредитування й інвестування, тобто вони були *депозитно-розрахунковими*. Якісті розрахунків досягали перерахуванням різномірних монет, які перебували в обігу в торговельних державах, в ідеальні умовні «банківські монети» (що відповідали або певній вазі дорогоцінного металу, або найбільш якісній монеті). Довіра до безготівкових банківських монет Банку Амстердаму, яким захоплювався А.Сміт, була такою високою, що їх можна було продати мініялам із премією за золото чи срібло [5, с. 349–355]. Однак такого роду банки спіткав один кінець – рано чи пізно уряди не могли втриматися від використання вкладів на власні цілі, перш за все – на захист і розширення своїх кордонів у численних війнах. *Самого лише забезпечення суперстабільної грошової одиниці виявилось замало. Очевидно, що активні держави, які розширювалися і боролися за своє місце на мапі світу, потребували державного монетарного інституту іншого типу.* Більш успішно поєднати забезпечення надійних платіжних засобів і кредитування держави вдалося за допомогою інституції, що стала прототипом центральних банків – великого депозитно-кредитного банку, що діяв згідно зі спеціальним законом і в обмін на певні привілеї зобов'язувався кредитувати уряд, при цьому як комерційна установа дбаючи про економічну ефективність своєї діяльності.

Одним із найстаріших банків такого типу, що функціонує дотепер, є Банк Англії, заснований у 1694 році. *Таке тривале існування банку з особливими привілеями у парламентській монархії свідчить, що його діяльність принаймні певною мірою відповідала інтересам різних верств суспільства, тобто його політика була елементом суспільного договору.* Інтерес держави у створенні такого банку полягав у прагненні забезпечити постійне джерело державного кредиту в умовах, коли поповнення королівської казни за допомогою нових податків ускладнювалося через необхідність згоди на це парламенту. Залучення державного кредиту без такого банку в кінці XVII ст. ускладнювалося двома шоками довіри: 1640 рік, коли король Карл I вилучив у вигляді примусової позики запаси зливків і монет, які населення зберігало в Лондонському Тауері [6, с. 14–19], і 1672 рік, коли король Карл II оголосив двохрічний мораторій на виплати за зобов'язаннями держави, і більшість боргу так і не повернув [6, с. 36–41], а також недовірою до правлячого на момент створення Банку Англії короля голландського походження Вільгельма Оранського. *Комерсанти*, обізнані з успішним досвідом інших країн, де існували національні емісійні банки, мали свій інтерес, прагнучи якісної системи грошового обігу. *Широкі кола суспільства* були зацікавлені у створенні державою альтернативи свавіллю ювелірів, які в обхід законів про лихварство встановлювали здирицькі відсоткові ставки за кредитами. З цього поєднання інтересів держави, бізнесу і населення, які дали життя одному з перших і най-

впливовіших центральних банків, можна вивести підстави, що легітимізували його в очах суспільства, формували основи довіри до його емісійної політики: *збереження купівельної спроможності грошової одиниці; сприяння зміцненню держави (в першу чергу зовнішній експансії) і зниження вартості кредиту.* Посилення монополії Банку Англії породжувало запит до нього з боку інших банків на отримання підтримки в часи кризи, і зрештою він неохоче мусив взяти на себе функцію кредитора останньої надії. Тобто ще однією основою довіри до політики Банку Англії стало *забезпечення фінансової стабільності.*

Важливо, що вже на цьому етапі довіра до випущених Банком Англії банкнот не спиралася цілком на їхню конвертованість у золото і срібло. Увесь капітал банку, який під час першої підписки на акції повністю сплачувався в дорогоцінних металах, згідно із законом передавався в борг державі, а потім на цю ж суму банку дозволялося випустити свої зобов'язання. Якщо Банк Англії не здійснював погашення своїх банкнот у дорогоцінних металах за першою вимогою, то це повинно було зробити Казначейство за рахунок процентів, які уряд сплачував банку за державним боргом. Вже під час першої докапіталізації Банку Англії у 1697 році згідно з відповідним законом підписники могли сплатити чотири п'ятих вартості акцій казначейськими мірними рейками (дерев'яними державними борговими зобов'язаннями) й одну п'яту – банкнотами Банку Англії, що дало змогу підвищити як курс банкнот, так і ціну знецінених на той момент мірних рейок. *Таким чином, виникла ситуація взаємного, рекурсивного забезпечення довіри між центральним банком і урядом.* Останній не міг протистояти спокусі отримати для фінансування військових дій від Банку Англії кредит поза рамками закону, тобто без згоди парламенту, наприклад, шляхом придбання казначейських векселів, що, зрештою, призвело до призупинення конвертованості його банкнот у 1797 році й аж до 1821. Хоча за цей час унаслідок надмірної емісії золото дещо подорожчало і курс фунта впав, що призвело до парламентського розслідування у 1810 році, масштабної кризи грошового обігу не відбулося, і банківська система продовжувала працювати. Понад те – уряд за рахунок зростання кількості грошей профінансував ряд успішних військових кампаній, і зрештою Банк Англії безболісно відновив конвертованість своїх банкнот. *Неодноразово під час банківської паніки найвпливовіші комерсанти Сіті оголошували маніфести довіри банкнотам Банку Англії за підписом тисяч купців, зобов'язуючись приймати їх в оплату.* Такий документ було підписано навіть напередодні призупинення конвертованості банкнот Банку Англії у 1797 році, яке тривало цілих 24 роки [6, с. 151, 198]. *Це був прояв довіри не лише до самого Банку Англії та поміркованості його політики, а й до політики держави, яка зрештою сприятиме зміцненню економічної могутності і допоможе повернути конвертованість.* Завдяки такому високому рівню довіри грошова система Англії спиралася на багато менші золоті резерви, ніж в інших країнах. Протягом 1880-х – 1914 років резерви Банку Англії коливалися в межах 20-40 млн фунтів стерлінгів, тоді як резерви Банку Франції складали в середньому еквівалент 120 млн фунтів стерлінгів, Царського банку Росії – 100 млн, Австро-Угорського банку – 50 млн фунтів стерлінгів [7, с. 359].

У США, доки країна боролася за незалежність і формувала свою державність, Казначейство також випускало неконвертовану валюту, прагнучи створити такі ж можливості для мобілізації ресурсів, які мала Англія, щоб скласти гідну їй конкуренцію. Як тільки цей процес було завершено, ліберальне американське суспільство проголосувало за створення центрального банку, емісійна політика якого слугувала б не інтересам уряду, а інтересам бізнесу. ФРС стала єдиним центральним банком, *де доктрину реальних векселів було піднесено до рівня законодавчої норми* (стаття 13 Закону «Про Федеральний резерв», 1913 рік) [8, с. 51, 53, 54].

Під час розквіту міжнародного золотого стандарту у 1870-1914 роках *найважливішу роль відігравала зовнішня довіра до спроможності конвертувати внутрішню валюту в золото за встановленим паритетом.* Завдяки цьому під час криз банки могли розраховувати на підтримку своїх зарубіжних конкурентів і центральних банків. Хрестоматійним прикладом є організація Ротшильдами порятунку банку Берінгів під

час аргентинської кризи у 1890 році [9, с. 221–224]. Тобто фінансові системи завдяки цьому могли розраховувати не лише на власні резерви, а й на світові золоті резерви. Така модель монетарної політики була вигідна фінансистам. Щодо вигідності для решти суб'єктів економіки питання не ставилося, тому й не виникало конфлікту з внутрішніми макроекономічними цілями, адже їх просто не було. Не було воєн, які потрібно було фінансувати за рахунок емісії, а безробіття вважали соціальним феноменом, таким як бродяжництво, але не макроекономічною проблемою [10, с. 5–6].

Перша світова війна і повоєнні суперечки з приводу репарацій і боргів зруйнували довіру між державами і механізми кооперації у фінансовій сфері. Країни почали за допомогою монетарної політики вирішувати внутрішні проблеми, пов'язані з відбудовою. Велика Британія, що все ж відновила довоєнний золотий паритет заради збереження домінування в міжнародних фінансах, жорстоко за це поплатилася. Уряд розраховував, що вигоди від припливів капіталу перевищать макроекономічні втрати від жорсткої монетарної та фінансової політики, але вийшло навпаки. Зростання безробіття настільки посилило нестабільність у країні, що почався масовий обмін стерлінгів на золото. *Внутрішні втрати від забезпечення зовнішньої довіри до грошової одиниці зруйнували спочатку внутрішню, а потім і зовнішню довіру до неї.*

У США, коли у 1930-х роках виявилось, що проблему масового безробіття неможливо вирішити без допомоги держави, з'явився стійкий суспільний запит на активну політику стимулювання зайнятості. Доктрину реальних векселів було відкинута, і грошову емісію почали здійснювати під заставу державних цінних паперів. Державні видатки забезпечували зайнятість, а монетарна політика мала сприяти фінансуванню державних видатків [8].

У 1940-х роках з початком Другої світової війни роль держави ще більш посилилася. Тож роль центрального банку було зведено до агента з обслуговування державного боргу та агента валютного й кредитного контролю. ФРС і Банк Англії викупували державні цінні папери з метою підтримки зафіксованих на вкрай низькому рівні відсотків за ними, а щоб стимулювати попит банків на ці папери, застосовували контроль за відсотковими ставками, кредитуванням і рухом капіталу (така політика дістала назву фінансових репресій). Суспільство схилилося до спрямування фінансових ресурсів державі, яка виявилася більш ефективною, аніж ринки, у боротьбі з безробіттям, фінансуванні військових дій і повоєнної відбудови. Інфляцію в цей період стримували за допомогою адміністративного контролю за цінами і доходами. Банку Англії суспільство так і не пробачило жорсткої політики заради повернення до золотого стандарту, тож у 1946 році його було націоналізовано, і аж до 1998 ключову роль у проведенні монетарної політики відігравало Казначейство.

На початку 1950-х борговий тягар держав, накопичений упродовж Другої світової війни і післявоєнної відбудови, зменшився. Відмова від жорсткого адміністративного контролю за цінами і раціонування, що здійснювалися під час війни, на тлі монетизації бюджетних дефіцитів призвела до зростання інфляції. Тож цілковите підпорядкування монетарної політики цілі монетизації дефіциту бюджету ставало дедалі більш деструктивним. ФРС США і Казначейство Британії почали проводити антиінфляційну монетарну політику.

У 1960-х роках зростання добробуту американських громадян не зменшило, а посилювало соціальні запити до держави. Країну охопила хвиля протестів проти расової та економічної нерівності, за збільшення можливостей пенсіонерів, інвалідів, національних меншин, «блакитних комірців», жінок і т.п. [11, с. 11–14]. Зростання соціальних запитів до держави відбувалося на тлі ускладнення їх виконання в умовах сповільнення продуктивності й зростання конкуренції з боку Європи і Японії. У відповідь реалізувалася політика «держави загального добробуту» (масштабні соціальні програми – «Нові рубежі» Дж. Кеннеді, «Велике суспільство» Л. Джонсона), яку відстоювали ліві сили і з якою мирилися праві як з альтернативою поширенню тоталітаризму. Роль монетарної політики полягала в монетарній підтримці цих програм, стимулюванні сукупного попиту, доки безробіття перевищує «при-

родний» рівень. Інфляція згідно з концепцією кривої Філіпса і теорією інфляції попиту та інфляції витрат П. Самуелсона і Р. Солоу вважалася інфляцією витрат, доки рівень безробіття перевищує природний, тож з нею борювся не центральний банк, а уряд шляхом контролю за цінами і зарплатами та обмеження монополізму.

Якщо в США протягом 1960-х–1970-х монетарну політику не вважали ефективним інструментом боротьби з інфляцією, але активно застосовували щодо цілей зайнятості й зростання, то у Великій Британії її у цей час взагалі не розглядали як ефективний інструмент антициклічного регулювання. Створений у 1957 році спеціальний парламентський комітет – Комітет Редкліфа – дійшов висновку, що з огляду на наявність багатьох грошових субститутів, мінливої швидкості грошей та інших факторів монетарна політика відіграє лише другорядну роль в управлінні розвитком економіки і *замість маніпулювати короткостроковими ставками вона має зосередитися на ефективному управлінні державним боргом, що дасть змогу вплинути на довгострокові ставки, справді важливі для економіки.* [12]

У Німеччині ж, яка за півстоліття пережила дві руйнівних гіперінфляції, сформувався стійкий запит суспільства на політику цінової стабільності. Окрім того, політика цінової стабільності стала ще й невід'ємною складовою експорто-орієнтованої моделі економічного зростання: нижчий, ніж у торговельних партнерів, рівень інфляції забезпечував цінову конкурентоспроможність німецького експорту в умовах фіксованих обмінних курсів. Ще у 1950 міністр економіки, архітектор німецького економічного дива Л. Ерхард писав президентові виконавчої ради Банку німецьких земель В. Воке: «Великі можливості майбутнього німецького експорту виникають в нинішній ситуації. Якщо, зокрема, завдяки внутрішній дисципліні ми зможемо утримувати рівень цін більш стабільним, ніж інші країни, наша експортна сила в довгостроковому періоді зросте...» [13, с. 35].

1970-ті роки стали переломним періодом, коли лідери світової економіки досягли певного рубежу екстенсивного економічного зростання, що призвело до здорожчання сировинних ресурсів і екологічних та геополітичних криз. У середині 1970-х з'являються перші паростки системної внутрішньої антиінфляційної монетарної політики. До цього призвело: втрата фіксованих валютних паритетів; власне саме зростання інфляції, що підвищувало пріоритетність цієї проблеми для суспільства; перманентний характер інфляції та перетворення інфляційних очікувань на фактор інфляції; неможливість досягти зростання зайнятості ціною зростання інфляції. Центральні банки почали оголошувати цільові орієнтири щодо грошової маси. Німецький Бундесбанк у 1974 році запроваджує політику монетарного таргетування. У Великій Британії у 1976 самі лейбористи відмовляються від кейнсіанської монетарної політики. У США у 1977 ухвалюють Закон «Про реформу Федеральної резервної системи», який встановлює цілі монетарної політики ФРС: «...Підтримувати довгострокове зростання монетарних і кредитних агрегатів, що відповідає довгостроковому потенціалу економіки щодо збільшення виробництва, з метою досягнення цілей максимальної зайнятості, стабільних цін і помірних довгострокових ставок» [14].

Поставши перед проблемою небезмежності раніше надзвичайно дешевих природних ресурсів, провідні економіки відкрили «нове» джерело економічного зростання, пов'язане з посиленням економічної глобалізації і формуванням ідеології фінансової лібералізації. Глобалізація сприяла зниженню цін у провідних економіках, які отримали доступ до дешевої продукції та факторів виробництва, але її ефект проявився не відразу. Для приборкання інфляційних очікувань необхідні були системна антиінфляційна політика на довгострокову перспективу і рішучі дії на початковому етапі. Потрібні були й рішучі лідери, готові взяти на себе відповідальність за макроекономічні втрати від жорсткої монетарної політики. У США і Великій Британії такі лідери з'явилися майже одночасно: у США – П. Волкер, Голова ФРС із серпня 1979 року, у Великій Британії М. Тетчер – Прем'єр-міністр з травня 1979 року. У 1987 П. Волкер дає славнозвісне визначення цінової стабільності через очікування: «Якою б не була фактична статистика інфляції, люди не повинні планувати інфляцію» [15, с. 163] У 1996 це визначення повторює



А.Грінспен, якому його зазвичай і приписують: «Цінова стабільність досягається, коли економічні агенти більше не враховують майбутні зміни загального рівня цін при прийнятті економічних рішень» [16].

У 1990-х уже повною мірою проявилися макроекономічні ефекти глобалізації та фінансової лібералізації, що значно полегшило процеси дезінфляції. Паралельно в цей період відбувається розбудова системної антиінфляційної політики. Забезпечення довіри вартості національної валюти, вираженої у вигляді статистичного індексу – індексу споживчих цін, внутрішнє відчуття якого для громадськості є суб'єктивним і неперевіраним, вимагало додаткового предмету і механізмів довіри [17, с. 114]. Таким предметом стає науковий, технократичний процес здійснення грошово-кредитної політики, а механізмом – інститути, які забезпечують так звану прозорість і комунікацію центрального банку з громадськістю. Всі ці механізми з огляду на мету забезпечення певного рівня інфляції були об'єднані в єдину систему в межах інституту інфляційного таргетування (ІТ). Разом з тим підкреслимо, що *досягнення певного рівня інфляції як пріоритетна мета грошово-кредитної політики могла бути прийнята суспільством лише за умови його переконання, що це максимально можливий внесок грошово-кредитної політики в досягнення цілей економічного процвітання і справедливості*. Саме такого консенсусу дійшли учені в цей період, обґрунтувавши, що високі темпи зростання кореспондуються з низькою інфляцією і що висока інфляція призводить до перерозподільчих ефектів, які підривають суспільну справедливість.

Таким чином, у 1990-х паралельно відбуваються: *полегшення дезінфляції та проведення макроекономічної політики завдяки глобалізації і фінансовій лібералізації; зростання науковості у проведенні й комунікації монетарної політики; фінансова лібералізація і, як наслідок, – зростання співвідношення між фінансовими і реальними активами та між боргами і ВВП*. У сукупності ці три процеси призводять до: 1) «Великого згладжування» (Great moderation) – зниження волатильності інфляції і ВВП; 2) пом'якшення суперечностей між економічними школами; 3) підвищення репутації центральних банків як висококваліфікованих технократів; 4) посилення ролі монетарної політики, оскільки масштаби транскордонних потоків капіталу стали значно перевищувати розмір бюджету окремих країн; 5) зростання могутності фінансового сектора, можливостей лобювати свої інтереси і навіть обіймати ключові посади в урядах (до прикладу – у 1995–1999 роках Міністерство фінансів США очолював Р.Рубін, який до цього 26 років працював у Goldman Sachs, а з 2006 по 2008 – Г.Полсон, який до цього пропрацював у Goldman Sachs понад 30 років); 6) в умовах зростання боргів зменшення схильності центральних банків до підвищення відсоткових ставок.

Позитивні ефекти глобалізації, а також падіння тоталітарних режимів породили ейфорію у багатьох сферах і феномен проголошення «кінця історії». Так, у 1990 відомий американський філософ Ф.Фукуама проголосив *кінець історії* в ідеологічній еволюції людства у вигляді «універсалізації західної ліберальної демократії як остаточної форми правління». У 2003 нобелівський лауреат з економіки Р.Лукас фактично проголосив кінець історії в макроекономіці: «*Макроекономіка досягла успіху: центральна проблема запобігання депресіям розв'язана, і розв'язана на багато десятиліть*» [18, с. 1]. Економікам з ринками, що формуються, у 1989 році було запропоновано універсальний шлях для такого успіху – політику Вашингтонського консенсусу. *Кінець історії було проголошено і в монетарній політиці, де період з 1990-х по 2007 став епоєю консенсусів*. Сформувалися загальний теоретичний консенсус щодо грошово-кредитної політики; консенсус щодо оптимальної цілі й стратегії монетарної політики – цінова стабільність та інфляційне таргетування; консенсус щодо оптимального рівня інфляції (2–3% на рік); щодо врахування динаміки цін активів у грошово-кредитній політиці лише тією мірою, якою вони впливають на рівень інфляції (так заний консенсус Джексона Хоула) [17, с. 106].

Хоча зовні все виглядало як політика консенсусу, насправді монетарна політика в провідних економіках залишалася тонко вбудованою в їхні моделі економічного зростання і суспільні договори. Ліберальна політика, що мала яскраво виражений правий ухил, одночасно являла

собою компроміс із лівою частиною політичного спектру, що використовувала її як засіб фінансування соціальних програм. Скажімо, серед підстав м'якої монетарної політики у США у 1997–2004 роках були: підвищення продуктивності праці; прагнення підтримати впевненість в економіці після кризи доткомів (2000), терактів (2001), гучних корпоративних скандалів (2002), війни в Іраку (2003); віра в мудрість і об'єктивність фінансових ринків; страх перед дефляцією; загострення проблеми відновлення без робочих місць; підтримка державної політики у житловій сфері, що завдяки збільшенню частки власників житла мала на меті зміцнення середнього класу, компенсацію невизначеності, пов'язаної з феноменом відновлення без створення робочих місць і згуртування нації перед лицем зростання терористичних загроз.

Під час глобальної фінансово-економічної кризи у 2008–2009 роках і дотепер у монетарній політиці спостерігається відхилення від консенсусу в багатьох напрямках: від процентної до кількісної монетарної політики; від операцій РЕПО до операцій аутрайт; від короткострокових до довгострокових кредитів рефінансування; від концепції *zero lower bound* до концепції *lower bound* (від'ємні ставки за депозитними операціями використовують ЄЦБ, Швейцарський національний банк, Ріксбанк, Національний банк Данії, Банк Японії, від'ємні ставки за кредитними операціями – Національний банк Швейцарії і Ріксбанк); від загального регулювання ліквідності до цільового рефінансування; у використанні конкурентного монетарного пом'якшення (Competitive easing) заради зниження або недопущення зміцнення обмінного курсу.

Президент Європейського центрального банку Ж.-К.Тріше (2003–2011) пояснює відмінність між традиційною і нетрадиційною монетарною політикою у термінології типів етики М.Вебера. У стандартні, «нормальні» часи центральний банк має керуватися *етикою переконання* – заснованою на вірі в безумовний авторитет певних цінностей, що передбачає слідування чітко й однозначно заданим стандартам (як-от інфляційному таргетуванню). Під час кризи центральний банк повинен керуватися *етикою відповідальності*, що передбачає самостійний вибір цілей і засобів їх досягнення і постійну оцінку успішності результатів, спрямування на максимізацію результату [19].

Провідні вчені й міжнародні організації намагаються передбачити майбутнє монетарної політики. У 2011 керівник дослідницького департаменту МВФ О.Бланшар бачив його таким чином: не працюватиме «чудесний збіг», коли стабільність цін забезпечуватиметься за потенційного ВВП і фінансової стабільності, тож доведеться контролювати усі три цілі, які часом можуть суперечити одна одній; відбудеться перехід від правила Тінбергена «один інструмент – одна ціль» до системи «множина цілей – множина інструментів», коли неможливо буде чітко розподілити цілі між монетарною, фіскальною, макропруденційною політикою, а в економіках з ринками, що формуються, буде здійснюватися відкриті врахування цілі щодо обмінного курсу поряд із ціллю щодо інфляції. [20] У 2015 експерти Банку міжнародних розрахунків вбачали такі напрями перенаштування системи проведення монетарної політики: від ілюзорного короткострокового макроекономічного точного налаштування до середньострокових стратегій; від надмірної уваги до обсягу виробництва й інфляції у найближчій перспективі до більш систематичної реакції на низько-динамічні фінансові цикли; від вузької доктрини підтримання порядку у власному домі до врахування зовнішніх ефектів; від акценту на політиці управління попитом до акценту на структурній політиці [21].

Ми виділили б певні ознаки формування нових моделей монетарної політики, що вже проглядаються в межах існуючих монетарних режимів:

1) множина цілей – множина інструментів, але комунікація в рамках режиму інфляційного таргетування, що дає звичний номінальний якір (нові монетарні режими визрівають поступово);

2) врахування довгострокових економічних і фінансових трендів;

3) структурний акцент – стимулювання кредитування реального сектора, малого і середнього бізнесу, заповнення «провалів ринку» у фінансовому секторі;

4) потужні розподільчі ефекти актуалізують критерій справедливості у довірі до монетарної політики;

5) безпосереднє таргетування центральними банками довіри, оскільки за існуючого рівня розвитку фінансових ринків виникає феномен множинної рівноваги за різних рівнів довіри.

Тоді як центральні банки зарубіжних країн у міру своїх можливостей, долаючи наслідки кризи і структурні проблеми, дедалі більше керуються «етикою відповідальності», в Україні, навпаки, спостерігається звуження відповідальності Національного банку України у сфері монетарної політики.

У 2010 на вимогу МВФ було внесено зміни до Закону «Про Національний банк України», в тому числі щодо закріплення пріоритетності цінової стабільності в забезпеченні виконання основної функції НБУ – підтримки стабільності грошової одиниці. Одночасно було внесено зміни й до визначення цінової стабільності, яку тепер трактують як «збереження купівельної спроможності національної валюти шляхом підтримання в середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років) низьких, стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін» [22]. Меморандуми про співпрацю з МВФ, підписані Україною у 2014 і 2015 роках, передбачали зобов'язання, часові рамки і заходи щодо переходу до режиму інфляційного таргетування.

У «Дорожній карті Національного банку з переходу до інфляційного таргетування (ІТ)» монетарний режим в Україні у 2015-2016 характеризується як перехід від монетарного таргетування до ІТ. Основними параметрами цього режиму згідно з документом є плаваючий валютний курс та перехід до активної процентної політики. Основні цілі монетарної політики на цьому етапі сформульовано як: 1) дезінфляція; 2) нарощування міжнародних резервів; 3) стабілізація валютного курсу. Аргументи на користь переходу до ІТ в Україні, судячи з «Дорожньої карти», не відрізняються від узагальнених «класичних» причин переходу до цього монетарного режиму: 1) неможливість використання обмінного курсу як номінального якоря (або через перегрів економіки, або через вичерпання міжнародних резервів; 2) відсутність стійкого зв'язку між грошима та інфляцією, що зумовлює недовість монетарного таргетування; 3) необхідність швидкої дезінфляції; 4) посилення незалежності центрального банку та уникнення фіскального домінування [23].

Хоча керівництво Національного банку неодноразово наголошує на гнучкості режиму ІТ (про це див. нижче), в постанові Правління НБУ «Про основні засади грошово-кредитної політики на 2016–2020 роки», яку Правління НБУ розглядає як стратегію монетарної політики, ІТ трактується досить жорстко. Зокрема, в документі першим принципом грошово-кредитної політики є принцип «беззаперечної пріоритетності досягнення та підтримання цінової стабільності порівняно з іншими цілями та завданнями грошово-кредитної політики». Ще одним принципом є невикористання інструментів політики «для досягнення будь-яких цілей, які загрожуватимуть досягненню цінової стабільності» [24].

Водночас ціла низка провідних вітчизняних експертів у царині макроекономіки і фінансів застерігають від екзогенного привнесення в українську економіку узагальненої «кращої практики» ІТ.

А.Гальчинський звертає увагу на те, що класична модель ІТ «базується на монетаристському визначенні інфляції як суто монетарного явища». Вчений зазначає, що «для західної економіки з розвинутою кредитною системою та дуже обмеженою амплітудою інфляційних флуктуацій» вона є досить прийнятною, але «виявляється функціонально вразливою для умов перехідної економіки», бо «не враховує структурної подвійності інфляційного процесу, поєднання в ньому так званої інфляції попиту, що має монетарну природу і дійсно стримується стисненням пропозиції грошей, і так званої інфляції витрат, яка формується на іншій, немонетарній основі». «Для досягнення антиінфляційного ефекту в першому випадку грошей має бути мало, а у другому їх має бути достатньо». Як зазначає А.Гальчинський, «НБУ не знає, як розв'язати цю дилему» і «весь сенс антиінфляційної політики зводиться до одностороннього стиснення пропозиції грошей», що призводить до консервації кризових процесів [25]. Вчений також зазначає, що інфляційне таргетування залишатиметься декларативним, доки інфляційний податок залишатиметься вагомим інструментом вирішення бюджетних проблем. А.Гальчинський також звертає увагу

на *потужні перерозподільчі наслідки стрімкої девальвації національної валюти*, які уможливають новий цикл перерозподілу банківського капіталу і приватизації за штучно зниженими цінами як складових реолігархізації економіки.

А.Гриценко вказує, що ІТ передбачає усталеність зв'язків між економічними параметрами і структурну збалансованість економіки, чого немає в Україні. Йдеться про те, що в країні «не збудовано внутрішнього ринку, не створено внутрішнього споживчого і виробничого попиту і відповідної пропозиції, не задоволено базових потреб населення». Жорстка монетарна політика, що проводиться для приборкання інфляції, визнає вчений, є виправданою в тому сенсі, що в Україні монетизація економіки через традиційні канали не приводить до стимулювання виробництва, а створює інфляційний і девальваційний тиск. Інша справа, що відповідальний монетарний регулятор не повинен з цим миритися, а разом з іншими органами влади і бізнесом вибудовувати інші канали введення грошей в економіку [26].

С.Кораблін переконаний, що під час спаду, а тим більше системної кризи один з основних аргументів на користь інфляційного таргетування – його ясність і простота – втрачає свою пріоритетність. На його думку, інфляційне таргетування найбільш придатне для періоду стійкого зростання, коли потрібно охолоджувати національні економіки, натомість *розігрів виробництва вимагає набагато складнішої політики як щодо цілей, так і щодо інструментів*. Вчений також вважає, що *середньостроковий характер інфляційних цілей, визначених у Законі «Про Національний банк України», в умовах високої інфляції позбавляє Національний банк відповідальності за фактичну інфляцію* [27].

С.Буковинський, Т.Унковська та М.Джус підкреслюють, що «ключовою особливістю, яка повинна визначати стратегію монетарної політики, є те, що економіка перебуває в стані кризи стагфляції, тобто інфляційні процеси поєднуються з істотним зниженням ВВП і зайнятості. Це потребує, з одного боку, вжиття заходів щодо зниження інфляції, а з другого – структурного стимулювання економічного зростання» [28].

С.Шумська застерігає, що положення Стратегії грошово-кредитної політики про беззаперечну пріоритетність досягнення та підтримання цінової стабільності «означатиме згортання грошової пропозиції при загрозі підвищення інфляції, що може негативно вплинути на зниження монетизації і сприятиме рецесії» [29].

Е.Найман вказує на *обмежені можливості застосування ІТ у відкритій сировинній економіці*. На його думку, ІТ може бути корисним Україні (та й то з певними застереженнями), лише коли відбувається плавне зростання сировинних ринків, а з ними – української економіки. Натомість під час циклічних спадів і підйомів, зазначає експерт, інфляційне таргетування шкідливе. Зокрема, під час циклічного спаду сировинних ринків притік валюти скорочується, гривня девальвує, зростає інфляція і монетарна політика реагує на це підвищенням відсоткових ставок, що на додачу до зовнішнього шоку завдає удару по внутрішньому виробництву. Під час дефляції, яка в сировинній економіці зазвичай трапляється на піку сировинного циклу внаслідок притоку експортної виручки, що зміцнює національну валюту і здешевлює імпорт, центральний банк в режимі ІТ знижуватиме ставки, посилюючи перегрів економіки [30].

Директор департаменту монетарної політики та економічного аналізу НБУ С.Ніколайчук у лекції «Монетарна політика НБУ: нова реальність» (конференція Громадської організації «ЕйСіАй – Україна», 9 квітня 2016) заперечує, що політика ІТ зумовлює схильність центрального банку до надміру жорсткої монетарної політики в умовах рецесії. Він вказує, що ІТ – набагато гнучкіший монетарний режим, ніж режим обмінного курсу чи режим монетарного таргетування, і що *правило Тейлора, яким послуговується НБУ у визначенні відсоткової ставки монетарної політики, поряд з очікуваним рівнем інфляції враховує розрив ВВП*.

Таким чином, можна виділити наступні проблеми монетарного режиму в Україні:

1. В Україні існує ряд структурних та інституційних перешкод для спрямування кредитних ресурсів у реальний сектор, через що монетизація економіки породжує девальваційний та інфляційний тиск. У такій

ситуації вбудована гнучкість режиму ІТ мало чому зарадить. Навіть якщо НБУ знизить відсоткову ставку, слідуючи правилу Тейлора, він буде кількісно обмежувати кредитну емісію. Проблема спрямування кредитних ресурсів у реальний сектор в епоху глобалізації і фінансіалізації є актуальною навіть для розвинутих економік, які працюють над розробкою монетарних (Funding for Lending Scheme у Великій Британії, Targeted Longer-Term Refinancing Operations у єврозоні) і комплексних (Capital Market Union у ЄС) заходів стимулювання фінансування реального сектора. В Україні існує низка специфічних особливостей цього явища. По-перше, через нерозвинутий фінансовий ринок, який міг би поглинути частину грошової емісії, незадоволені базові потреби населення, що витрачатиме отриманий приріст грошової маси на споживчому ринку, і відсутність забезпечення цих потреб внутрішніми силами, що породжуватиме додатковий попит на імпорт, монетизація економіки породжує інфляцію й девальвацію, про що власне писав А.Гриценко [26]. По-друге, зберігається проблема незахищеності прав власності кредиторів. По-третє, в олігархічно-клановій економіці однією з небагатьох можливостей кредитувати реальний сектор було кредитування пов'язаних осіб, що містить потужну деструктивну силу, яка реалізується або внаслідок накопичення критичної маси зловживань, або внаслідок зміни панівного олігархічного клану.

С.Шумська вказує на важливий наслідок переходу від валютного каналу грошової емісії до емісії шляхом викупу НБУ державних облігацій: змінилася природа емітованих грошей, які «у першому випадку були «довгими» і потрапляли у реальний сектор (до експортерів), а тепер відірвані від виробників і вирішують проблеми фінансування бюджету і підтримки банків, мають боргову природу, а отже, закладають інфляційні ризики вже на середньострокову перспективу» [29, с. 28].

Вітчизняні вчені рекомендують цілеспрямовано розбудовувати канали фінансування розвитку реального сектора і задоволення базових потреб населення. А.Гриценко доводить: «Якщо є матеріальні та трудові ресурси для створення певних благ, то не може бути достатніх підстав для відмови в монетизації потреб у цих благах – необхідно створювати канали з'єднання монетизованих потреб з продуктованими благами (наприклад, тристоронні договори між кредитною установою, будівельною організацією і позичальниками грошей для придбання

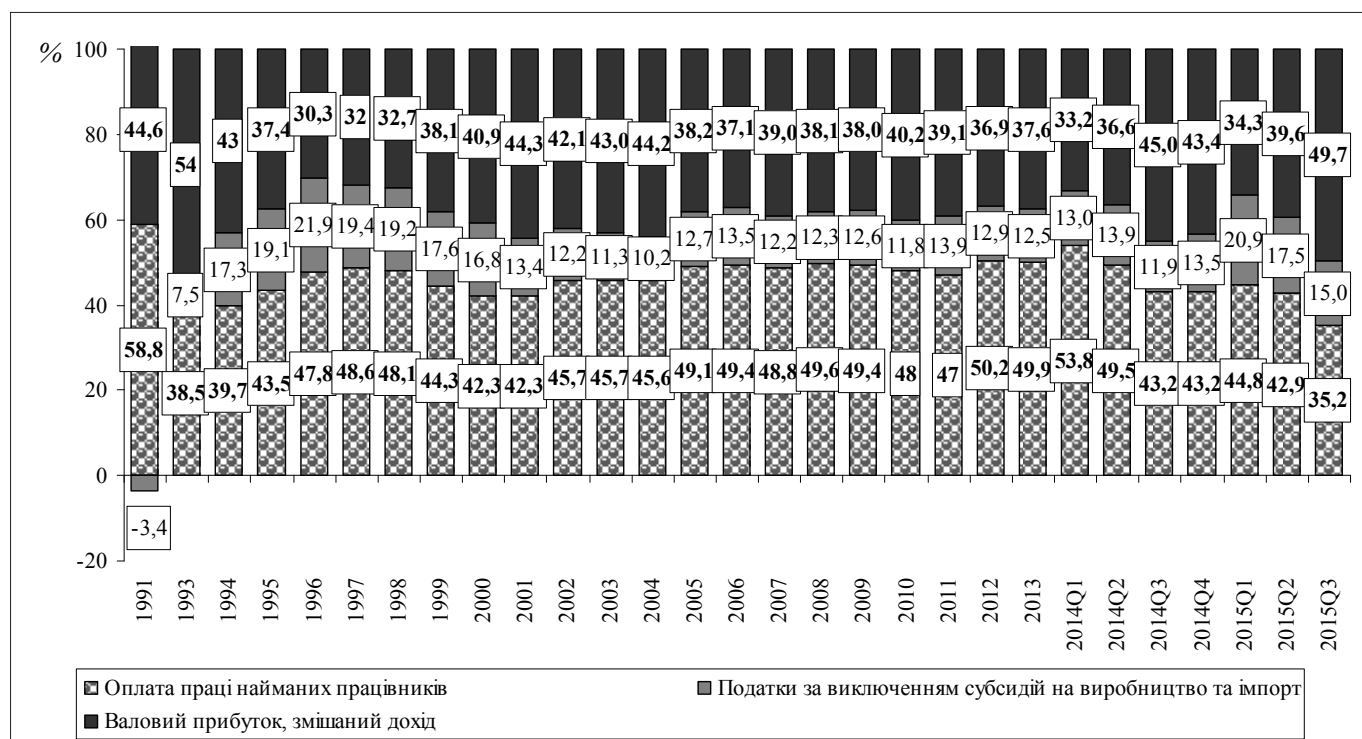
житла)». Монетизацію цих базових потреб вчений пропонує здійснювати через неприбуткові фінансово-кредитні установи за рахунок рефінансування центрального банку і коштів держбюджету [26]. С.Шумська [29, с. 32] і Т.Кричевська [31, с. 123] пропонують доповнити перелік об'єктів операцій НБУ на відкритому ринку облігаціями, випущеними для фінансування інвестиційних проектів.

2. Прагнення формально виконувати умови монетарного режиму, який виявляється неадекватним вітчизняним реаліям, призводить до появи «ручних» компенсаторів, таких як жорсткі валютні обмеження, посилення адміністративної складової в задоволенні попиту на національну й іноземну валюту, появи тінювих ринків. Внутрішні суперечності монетарного режиму (наприклад, декларований гнучкий, ринковий курс і відсутність валютного ринку) не можуть бути компенсовані жодною додатковою комунікацією. О.Яременко застерігає від ситуації, коли «держава, ставши на шлях псевдореформ, переходить до контрреформ», для яких характерні нарощування фіскального й адміністративного тиску на суб'єктів господарювання за одночасного скорочення сфери прямої відповідальності держави, в тому числі за стабільність грошової одиниці [32, с. 85-86].

Як альтернативу, А.Гриценко, спираючись на дослідження вітчизняних макроеконістів, рекомендує на етапі виходу з кризи цільовий рівень інфляції 6-9% паралельно з поступовою помірною девальвацією, нижчою від темпів інфляції на приріст продуктивності праці [26].

3. Звуження відповідальності монетарного регулятора – НБУ декларує відповідальність за цінову стабільність, але за мінусом курсового чинника і адміністративного чинника – а це зовсім небагато, а якщо додати антиінфляційний, але руйнівний для економіки чинник охолодження попиту – в чому залишається роль НБУ? Як вирішення проблеми С.Кораблін пропонує до переліку функцій НБУ (ст. 7 Закон «Про НБУ») включити здійснення політики курсоутворення, зазначивши, що вона підпорядкована виконанню основної функції Національного банку, що «не зв'яже його зайвою жорсткістю цільового курсу» і водночас «виключить можливість безтурботно перекусувати, що Національний банк не відповідає за дворазове падіння курсу гривні при 40-відсотковій інфляції». Вчений також пропонує «прив'язати визначення цінової стабільності не до майбутньої, а до фактичної

Рисунок. Структура ВВП України за категоріями доходу з 1991 по III кв. 2015 року, %



Джерело: розраховано за даними: Державної служби статистики, Річних звітів НБУ за 2001 і 2002 роки та [33].



інфляції (ст. 1), щоб Нацбанк відповідав за її реальний рівень, а не прогноз «далекого гарного життя». Успіх роботи монетарного регулятора С.Кораблін пропонує оцінювати за середнім рівнем інфляції не за 3-5 років, як передбачено в Законі, а за три роки – «цього цілком достатньо, щоб урахувати інерцію цін і підтримувати здоровий тонус регулятора» [27].

4. Відсутність зв'язку з економічною стратегією, максимізації внеску монетарної політики в розвиток економіки, «етики відповідальності», врахування перерозподільчих ефектів макроекономічної, і в тому числі монетарної політики. Лише однією з ілюстрацій таких ефектів є різке падіння частки оплати праці у ВВП, яка у III кв. 2015 року сягнула історичного мінімуму на рівні 35,2% (див. **рис.**).

5. Відсутність пояснень, як виконання зобов'язань перед МВФ щодо чистих внутрішніх активів і чистих зовнішніх резервів впливатиме на внутрішні макроекономічні цілі [34].

6. Специфіка інфляційних очікувань: за даними опитувань ділових очікувань підприємств України, проведених на замовлення НБУ, у IV кв. 2015 року на очікуване зростання цін найбільше впливали: курс гривні до іноземних валют – 86% відповідей; витрати на виробництво – 61,7%; податкові зміни – 20,4%; доходи населення – 17,1%; соціальні видатки бюджету – 11,2%; ціни на світових ринках – 11,1%; динаміка пропозиції грошей – 10,7%. [35, с. 10] О.Куабіон і Ю.Городніченко [36] не виявили відмінностей в інфляційних або курсових очікуваннях фірм, які не мають торговельних зв'язків з іншими країнами, і фірм, які беруть участь у міжнародній торгівлі, тобто обмінний курс є своєрідним сигналом для всіх підприємств, і його вплив на інфляцію набагато перевищує безпосередній ефект перенесення. Те ж саме стосується інфляційних очікувань домогосподарств: учені виявили, що «більш імовірним каналом впливу є використання домогосподарствами обмінного курсу як замінного показника широких цінових змін в економіці, аналогічно тому, як це робили домогосподарства у США з цінами на бензин» [36, с. 7].

Отже, аналіз більш тривалої світової монетарної історії, аніж починаючи з успіху антиінфляційної політики центральних банків у 1990-х, підкріпленого позитивними макроекономічними ефектами глобалізації і фінансової лібералізації, свідчить про багатство цієї історії, і дає підстави стверджувати, що монетарна політика завжди була елементом економічної стратегії, моделі економічного зростання і, зрештою, суспільного договору. Легітимізація її суспільством, формування суспільної довіри до неї відбувається за цілим рядом критеріїв: стабільності національної грошової одиниці, економічного зростання, повної зайнятості, фінансової стабільності і справедливості (оцінки доступності кредитних ресурсів і розподільчих ефектів цієї політики). Під час криз зростає відповідальність як держави в цілому, так і монетарної влади зокрема. Кінець історії не відбувся – ні в політичній сфері, ні в макроекономіці, ні в монетарній політиці. Тому не варто надто покладатися на тимчасові «консенсуси», що є лише тимчасовим згортанням критеріїв легітимізації монетарної політики до одного показника за особливих макроекономічних та інституційних умов, а натомість максимально використовувати потенціал монетарної політики. Монетарні режими еволюціонують не від гіршого до кращого, хоча наукова організація проведення монетарної політики справді вдосконалюється, – вони радше змінюються разом зі світом і ускладнюються разом з ним.

**The following problems of the monetary regime in Ukraine can be outlined: 1. There are a number of structural and institutional obstacles in Ukraine to directing bank lending to the real economy, therefore the monetization of the economy generates devaluation and inflationary pressures. In this situation, the built-in flexibility of inflation targeting (respond of interest rate to GDP gap) is not a big help. Even if the National Bank of Ukraine lowers interest rates, following the Taylor rule, it will have to quantitatively limit the money growth. The problem of channelling credit to the real sector in the era of globalization and financialization is relevant even for industrial economies that are developing monetary (Funding**

**for Lending Scheme in the UK, Targeted Longer-Term Refinancing Operations in the euro area) and complex (Capital Market Union in EU) stimulus for funding the real sector of economy. Ukraine has a number of specific features of this phenomenon. First, because of underdeveloped financial markets that could absorb part of the money growth, and unfulfilled the basic needs of the population money supply growth will be spent on the consumer market. The lack of domestic production will generate the additional demand for imports. Thus the money supply growth will cause inflation and devaluation [26]. Second, the problem remains of unsecured property rights of creditors. Third, one of the few opportunities to lend to the real sector under the clan-oligarchic economy is related party loans comprising the powerful destructive potential that can unfold due to the accumulation of a critical mass of corruption or due to change of the ruling oligarchic clan.**

**2. The aspiration to formally fulfilling the conditions of the monetary regime which appears inadequate to domestic realities, causes use of «compensating devices» such as currency restrictions, strengthening of administrative component in meeting the demand for national and foreign currency, the emergence of grey markets.**

**3. Narrowing responsibility of monetary authorities: the NBU declares its responsibility for price stability, but less exchange rate and administrative factors – and so quite a bit is left, and if we add deflationary, but devastating for the economy factor of falling consumer demand - what will be the role of the National Bank?**

**4. The lack of the relationship between monetary policy and broad economic strategy, of maximizing the contribution of monetary policy to the economic development, of the «ethics of responsibility», of taking into account the redistributive effects of monetary policy.**

**5. The lack of explanation how the commitments to the IMF on net domestic assets and net foreign reserves will affect meeting the domestic macroeconomic goals [34].**

**6. Specificity of inflationary expectations which depend heavily on exchange rates. Coibion and Gorodnichenko [36] found «no difference in the inflation or exchange rate expectations of firms which do not trade with other countries and those which do» and that households «use of the exchange rate as a simple proxy of broader price movements in the economy».**

## ЛІТЕРАТУРА

1. Summers L. U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound / L.Summers // *Business Economic*. – 2014. – № 49(2). – С. 65–73.
2. Stiglitz J. *Frefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy* / J.Stiglitz. – New York, London: W. W. Norton & Company, 2010. – 172 с.
3. Lagarde Ch. *The Challenge Facing the Global Economy: New Momentum to Overcome a New Mediocre*. October 2. 2014. Режим доступу: <https://www.imf.org/external/np/speeches/2014/100214.htm>.
4. Аглиетта М. Деньги между насилием и доверием / М.Аглиетта, А.Орлеан; пер. с фр. под. научн. ред. Н.А.Макашевой. – М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2006. – 365 с.
5. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. / А.Смит; пер. с англ. – М.: Издательство социально-экономической литературы, 1962. – 684 с.
6. Andreades A. *History of the Bank of England 1640–1903* / A. Andreades; tr. by C. Meredith. – London: P.S. King and Son, Orchard House, Westminster, 1909. – 455 p.
7. Davies G. *A History of money from ancient times to the present day* / Davies G. 3rd. ed. Cardiff: University of Wales Press, 2002. – 720 p.
8. Кричевська Т.О. Історія інститутів грошово-кредитного регулювання США. Ст. 2. Федеральна резервна система у пошуках балансу між функціями гаранта золотого стандарту, банку банків і банку уряду (1913–1951 pp.) / Т. Кричевська // *Економічна теорія*. – 2015. – № 1. – С. 50–73.
9. Бернстайн П. Власть золота. История наваждения / П.Л. Бернстайн; пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2004. – 389 с.
10. Eichengreen B. *Golden fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939*. / B. Eichengreen – New York, Oxford: Oxford University Press, 1995. – 462 p.
11. Burns A.F. *The Anguish of Central Banking* / A.F. Burns. The 1979 Per Jacobsson Lecture. – Belgrade: Per Jacobsson Foundation, 1979.
12. Radcliffe Report: *Monetary Policy and Debt Management Reconciled?* / S. Katz // Board of Governors of Federal Reserve System Division of International Finance. *Review of Foreign Developments*. – 1959. – November 3. Режим доступу: <http://www.federalreserve.gov/pubs/rfd/1959/334/rfd334.pdf>.
13. Holtfrerich C.-L. *Monetary policy in Germany since 1948: national tradition, international best practice or ideology?* / C.-L. Holtfrerich / *Central Banks as Economic Institutions*, ed. by J.-P. – Toumout Edward Elgar Cheltenham, UK: Cournot Centre for Economic Studies, 2008. – P. 22–51.
14. Office An Act To extend the authority for the flexible regulation of interest rates on deposits and accounts in depository institutions, to promote the accountability of the Federal Reserve System, and for other purposes. November 16, 1977. Режим доступу до

U.S. Government Publishing: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/STATUTE-91/pdf/STATUTE-91-Pg1387.pdf>.

15. Monetary Policy of the Federal Reserve: A History. / R. Hetzel – Cambridge: Cambridge University Press, 2008. – 391 p.

16. Greenspan A. Achieving Price Stability. Opening remarks. – Jackson Hole, Wyoming: A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City. – 1996. – August 29–31. Режим доступу: <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/1996/pdf/s96green.pdf>.

17. Грищенко А.А. Інститут довіри в координації економічного простору-часу: монографія / А.А.Грищенко, Т.І.Артьомова, Т.О.Кричевська та ін.; за ред. чл.-кор. НАН України А.А.Гриценка; НАН України, Ін-т екон. та прогнозув. – К., 2012. – 212 с.

18. Lucas R. Macroeconomic Priorities. / R. Lucas. Presidential Address delivered at the one-hundred fifteenth meeting of the American Economic Association, January 4, 2003, Washington, DC. Режим доступу: <http://pages.stern.nyu.edu/~dbackus/Taxes/Lucas%20priorities%20AER%2003.pdf>.

19. Trichet J-C. Central banking in uncertain times: conviction and responsibility / J-C. Trichet. Speech by President of the ECB, at the symposium on "Macroeconomic challenges: the decade ahead", Jackson Hole, Wyoming, 27 August 2010. Режим доступу: <http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100827.en.html>.

20. Blanchard O. Monetary policy in the Wake of the Crisis / O. Blanchard. IMF Macro Conference. Blanchard presentation. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/OB2presentation.pdf>. |

21. Is the unthinkable becoming routine? / Bank for International Settlements 85th Annual Report, 2014/15. Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2015e1.htm>.

22. Закон України від 20 травня 1999 р. № 679-XIV «Про Національний банк України». Офіційний сайт Верховної Ради України // <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=679-14>.

23. Дорожня карта Національного банку з переходу до інфляційного таргетування (IT). Національний банк України. 16 березня 2016 р. Електронний ресурс. Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=18676518](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=18676518)

24. Пропозиції стосовно розроблення Основних засад грошово-кредитної політики на 2016-2020 роки // Постанова Правління НБУ «Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2016 - 2020 роки» № 541 від 18.08.2015 р. <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15>.

25. Сколотяний Ю. Анатолій Гальчинський: «У провалах економічної політики левова частка провини НБУ» // Дзеркало тижня. – 2016. – 25 березня. [http://gazeta.dt.ua/macrolevel/anatoliy-galchinskii-u-provalah-ekonomichnoyi-politiki-levova-chastka-provini-nbu-\\_.html](http://gazeta.dt.ua/macrolevel/anatoliy-galchinskii-u-provalah-ekonomichnoyi-politiki-levova-chastka-provini-nbu-_.html).

26. Грищенко А. Яка грошово-кредитна політика потрібна Україні? // Дзеркало тижня. 2015. – 24 липня. Електронний ресурс. Режим доступу: [http://gazeta.dt.ua/macrolevel/yaka-groshovo-kreditna-politika-potribna-ukrayini-\\_.html](http://gazeta.dt.ua/macrolevel/yaka-groshovo-kreditna-politika-potribna-ukrayini-_.html).

27. Кораблін С. НБУ: безтурботний вибір мети // Дзеркало тижня. – 2016. – 26 лютого [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://gazeta.dt.ua/macrolevel/nbu-bezturbotniy-vibir-meti-\\_.html](http://gazeta.dt.ua/macrolevel/nbu-bezturbotniy-vibir-meti-_.html).

28. Буковинський С.А. До питання розробки Стратегії монетарної політики Національного банку України / С. А. Буковинський, Т. Є. Унковська, М. О. Джус // Економіка України. – 2015. – № 8. – С. 4–30.

29. Шумська С.С. Монетарна політика та відновлення економічного зростання в Україні [Текст] / С. С. Шумська // Економіка і прогнозування. – 2015. – № 3. – С. 21–41. – С. 24.

30. Ерік Найман: «Інфляційне таргетування посилить кризу в Україні» // Forbes Україна. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://forbes.net.ua/nation/1413867-erik-najman-inflyacijne-targetuвання-posilit-kriзу-v-ukrayini>.

31. Інституційні трансформації соціально-економічної системи України: монографія / за ред. чл.-кор. НАН України Гриценка А.А.; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозування НАН України». – К., 2015. – 274 с.

32. Яременко О. Інституційні реформи і проблема боргової залежності державних інститутів [Текст] / О. Яременко // Економічна теорія. – 2015. – № 4. – С. 82–88.

33. Крючкова І.В. Відтворювальні макроструктурні процеси: започаткування гармонізації та прогноз на 2002 рік / І.В.Крючкова // Економіка і прогнозування. – 2001. – № 3. – С. 25–36.

34. Шумило І. Чергова валютна криза: причини та можливі запобіжники на майбутнє / І.Шумило // Дзеркало тижня. – 2016. – 29 січня. Режим доступу: [http://gazeta.dt.ua/macrolevel/cherгова-valyutna-kriза-prichini-ta-mozhlivi-zapobizhniki-na-maybutnyye-abo-yak-sche-dovgo-nbu-nas-usih-obkradatime-vbivayuchi-grivnyu-ta-ekonomiku-\\_.html](http://gazeta.dt.ua/macrolevel/cherгова-valyutna-kriза-prichini-ta-mozhlivi-zapobizhniki-na-maybutnyye-abo-yak-sche-dovgo-nbu-nas-usih-obkradatime-vbivayuchi-grivnyu-ta-ekonomiku-_.html).

35. Національний банк України. Ділові очікування підприємств України. IV квартал 2015 р. Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=26137289>.

36. Куабіон О. Інфляційні очікування в Україні: довгий шлях до закріплення? / О.Куабіон, Ю. Городніченко // Вісник Національного банку України. – 2015. – Вересень. – С. 6–24.

## REFERENCES

1. Summers L. U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. *Business Economic*, 2014, no. 49(2), pp. 65–73.

2. Stiglitz J. *Frefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*. New York, London, W. W. Norton & Company, 2010, 172 p.

3. Lagarde Ch. *The Challenge Facing the Global Economy: New Momentum to Overcome a New Mediocore*. October 2. 2014. Available at: <https://www.imf.org/external/np/speeches/2014/100214.htm>.

4. Aglietta M., Orlean A. *Den'gi mezhdru nasilem i doveriem* [Money between violence and trust]. Moscow, Izd. dom GU VSHE, 2006, 365 p. [in Russian].

5. Smith A. *Issledovanie o prirode i prichinah bogatstva narodov* [The Wealth of Nations]. Moscow, Izdatel'stvo social'no-ekonomicheskoy literatury, 1962, 684 p.

6. Andreades A. *History of the Bank of England 1640–1903*. London, P.S. King and Son, Orchard House, Westminster, 1909, 455 p.

7. Davies G. *A History of money from ancient times to the present day*. 3rd. ed. Cardiff, University of Wales Press, 2002, 720 p.

8. Krychevs'ka T.O. Istorija instytutiv hroshovo-kredytnoho rehulyuvannya SShA. St. 2. *Federal'na rezervna sistema u poshukakh balansu mizh funktsiyamy harantna zolotoho standartu, banku bankiv i banku uradyu (1913–1951 rr.)* [History of institutes of monetary policy of the USA. Art. 2. The Federal Reserve in search of balance between the functions of guarantor of the gold standard, the bank of banks and bank of government (1913–1951)]. *Ekonomichna teoriya*, 2015, no. 1, pp. 50-73 [in Ukrainian].

9. Bernstein P. *Vlast' zolota. Istorija navazhdeniya* [The Power of Gold: The History of an Obsession]. Moscow, ZAO "Olimp-Biznes", 2004, 389 p. [in Russian].

10. Eichengreen B. *Golden fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939*. New York, Oxford, Oxford University Press, 1995, 462 p.

11. Burns A.F. *The Anguish of Central Banking*. The 1979 Per Jacobsson Lecture, Belgrade, Per Jacobsson Foundation, 1979.

12. Katz S. *Radcliffe Report: Monetary Policy and Debt Management Reconciled?* Board of Governors of Federal Reserve System Division of International Finance. *Review of Foreign Developments*, 1959, November 3. Available at: <http://www.federalreserve.gov/pubs/rfd/1959/334/rfd334.pdf>.

13. Holtfrerich C.L. *Monetary policy in Germany since 1948: national tradition, international best practice or ideology?* *Central Banks as Economic Institutions*, ed. by J.P. Toumout Edwar Elgar Cheltenham, UK, Cournot Centre for Economic Studies, 2008, pp. 22–51.

14. Office An Act To extend the authority for the flexible regulation of interest rates on deposits and accounts in depository institutions, to promote the accountability of the Federal Reserve System, and for other purposes. November 16, 1977. Available at: <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/STATUTE-91/pdf/STATUTE-91-Pg1387.pdf>.

15. Hetzel R. *Monetary Policy of the Federal Reserve: A History*. Cambridge, Cambridge University Press, 2008, 391 p.

16. Greenspan A. *Achieving Price Stability*. Opening remarks. Jackson Hole, Wyoming, A symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, 1996, August 29–31. Available at: <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/1996/pdf/s96green.pdf>.

17. Hrytsenko A.A., Art'omova T.I., Krychevs'ka T.O. *Instytut doviry v koordynatsiyakh ekonomichnoho prostoru-chasu* [Institute of confidence in the coordinates of economic space-time]. *NAN Ukrainy, In-t ekon. ta prohnozuv.*, Kyiv, 2012, 212 p. [in Ukrainian].

18. Lucas R. *Macroeconomic Priorities*. Presidential Address delivered at the one-hundred fifteenth meeting of the American Economic Association, January 4, 2003, Washington, DC. Available at: <http://pages.stern.nyu.edu/~dbackus/Taxes/Lucas%20priorities%20AER%2003.pdf>.

19. Trichet J.C. *Central banking in uncertain times: conviction and responsibility*. Speech by President of the ECB at the symposium on "Macroeconomic challenges: the decade ahead", Jackson Hole, Wyoming, 27 August 2010. Available at: <http://www.ecb.int/press/key/date/2010/html/sp100827.en.html>.

20. Blanchard O. *Monetary policy in the Wake of the Crisis*. IMF Macro Conference, Blanchard presentation. Available at: <http://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2011/res/pdf/OB2presentation.pdf>.

21. Is the unthinkable becoming routine? *Bank for International Settlements, 85th Annual Report, 2014/15*. Available at: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2015e1.htm>.

22. The Law of Ukraine of 20 May 1999 no. 679-XIV "On the National Bank of Ukraine". Official site of the Verkhovna Rada of Ukraine. Available at: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=679-14> [in Ukrainian].

23. Roadmap for the National Bank of transition to inflation targeting (IT). The National Bank of Ukraine, March 16, 2016. Available at: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=18676518](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=18676518) [in Ukrainian].

24. Proposals for the development of the Basic principles of the monetary policy for 2016-2020. NBU Board Resolution "On the basic principles of monetary policy for 2016-2020" no. 541 of 18.08.2015. Available at: <http://zakon5.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15> [in Ukrainian].

25. Skolytanyy Yu. *Anatoliy Hal'chyn's'ky: "U provalakh ekonomichnoyi polityky levova chastka provyny NBU"* [Anatoliy Hal'chyn's'ky: The failure of economic policy is the result of the NBU work]. *Dzerkalo tyzhnya*, 2016, 25 March. Available at: [http://gazeta.dt.ua/macrolevel/anatoliy-galchinskii-u-provalah-ekonomichnoyi-politiki-levova-chastka-provini-nbu-\\_.html](http://gazeta.dt.ua/macrolevel/anatoliy-galchinskii-u-provalah-ekonomichnoyi-politiki-levova-chastka-provini-nbu-_.html) [in Ukrainian].

26. Hrytsenko A. *Yaka hroshovo-kredytna polityka potrebna Ukrainy?* [What monetary policy does Ukraine need?]. *Dzerkalo tyzhnya*, 2015, 24 July. Available at: [http://gazeta.dt.ua/macrolevel/yaka-groshovo-kredytna-politika-potribna-ukrayini-\\_.html](http://gazeta.dt.ua/macrolevel/yaka-groshovo-kredytna-politika-potribna-ukrayini-_.html) [in Ukrainian].

27. Korablin S. *NBU: bezturbotnyy vybir mety* [The NBU: carefree choice of target]. *Dzerkalo tyzhnya*, 2016, 26 February. Available at: [http://gazeta.dt.ua/macrolevel/nbu-bezturbotniy-vibir-meti-\\_.html](http://gazeta.dt.ua/macrolevel/nbu-bezturbotniy-vibir-meti-_.html) [in Ukrainian].

28. Bukovyn's'ky S.A., Unkov's'ka T.Ye., Dzhus M.O. *Do pytannya rozrobky Stratehiyi monetarnoy polityky Natsional'noho banku Ukrainy* [On the issue of the development strategy of the monetary policy of the National Bank of Ukraine]. *Ekonomika Ukrainy*, 2015, no. 8, pp. 4-30 [in Ukrainian].

29. Shums'ka S.S. *Monetarna polityka ta vidnovlennya ekonomichnoho zrostannya v Ukrainy* [Monetary policy and economic recovery in Ukraine]. *Ekonomika i prohnozuvannya*, 2015, no. 3, pp. 21-41, pp. 24 [in Ukrainian].

30. Erik Nayman: "Inflyatsiyne tarhetuvannya posylyt' kryzu v Ukrainy" [Eric Nayman: "Inflation targeting exacerbate the crisis in Ukraine"]. *Forbes Ukrainy*. Available at: <http://forbes.net.ua/ua/nation/1413867-erik-najman-inflyacijne-targetuвання-posilit-kriзу-v-ukrayini> [in Ukrainian].

31. Hrytsenko A.A. *Instytutsiyni transformatsiyni sotsial'no-ekonomichnoyi systemy Ukrainy* [Institutional transformation of the socio-economic system of Ukraine]. *NAN Ukrainy, DU "In-t ekon. ta prohnozuvannya NAN Ukrainy"*, Kyiv, 2015, 274 p. [in Ukrainian].

32. Yaremenko O. *Instytutsiyni reformy i problema borhovoiv zalezhnosti derzhavnykh instytutiv* [Institutional reforms and the problem of indebtedness of public institutions]. *Ekonomichna teoriya*, 2015, no. 4, pp. 82-88 [in Ukrainian].

33. Kryuchkova I.V. *Vidtvoryuval'ni makrostrukturni protsesy: zapochatkuвання harmonizatsiyi ta prohnoz na 2002 rik* [Reproductive macrostructural processes: initiation of harmonization and forecast for 2002]. *Ekonomika i prohnozuvannya*, 2001, no. 3, pp. 25-36 [in Ukrainian].

34. Shumylo I. *Cherhova valyutna kryza: prychny ta mozhlivi zapobizhnyky na maybutnye* [Another currency crisis: causes and possible fuses for the future]. *Dzerkalo tyzhnya*, 2016, 29 January. Available at: [http://gazeta.dt.ua/macrolevel/cherгова-valyutna-kriза-prichini-ta-mozhlivi-zapobizhniki-na-maybutnyye-abo-yak-sche-dovgo-nbu-nas-usih-obkradatime-vbivayuchi-grivnyu-ta-ekonomiku-\\_.html](http://gazeta.dt.ua/macrolevel/cherгова-valyutna-kriза-prichini-ta-mozhlivi-zapobizhniki-na-maybutnyye-abo-yak-sche-dovgo-nbu-nas-usih-obkradatime-vbivayuchi-grivnyu-ta-ekonomiku-_.html) [in Ukrainian].

35. The National Bank of Ukraine. *Business expectations of enterprises in Ukraine*. IV quarter 2015. Available at: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=26137289>. [in Ukrainian].

36. Kuabion O., Horodnichenko Yu. *Inflyatsiyni ochikuvannya v Ukrainy: dovhyi shlyakh do zakriplennya?* [Inflation expectations in Ukraine: a long way toward fixing?]. *Visnyk Natsional'noho banku Ukrainy*, 2015, September, pp. 6-24 [in Ukrainian].