

**МІНІСТЕРСТВО ФІНАНСІВ УКРАЇНИ
ЛЬВІВСЬКА ДЕРЖАВНА ФІНАНСОВА АКАДЕМІЯ**

АТАМАНЧУК ЗОРИНА АСЛАНІВНА

УДК 336.746:339.72.053+338.24

**ГРОШОВО-КРЕДИТНЕ РЕГУЛЮВАННЯ ТА ЙОГО РОЛЬ
У ЗАБЕЗПЕЧЕННІ РІВНОВАГИ ДОХОДУ ТА ПЛАТІЖНОГО
БАЛАНСУ ДЕРЖАВИ**

Спеціальність 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

АВТОРЕФЕРАТ
дисертації на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Львів — 2011

Дисертацією є рукопис.

Робота виконана на кафедрі міжнародних економічних відносин Львівської комерційної академії Центральної спілки споживчих товариств України

Науковий керівник: доктор економічних наук, професор
ШЕВЧУК Віктор Олексійович,
Львівська комерційна академія,
завідувач кафедри міжнародних
економічних відносин,
проректор з наукової роботи

Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор
ГУЦАЛ Ігор Степанович,
Тернопільський національний
економічний університет
Міністерства освіти і науки,
молоді та спорту України,
декан факультету фінансів;

кандидат економічних наук, доцент
ОСТРОВСЬКА Наталія Степанівна,
Буковинська державна
фінансова академія
Міністерства фінансів України,
завідувач кафедри грошового обігу
та кредиту

Захист дисертації відбудеться “29” квітня 2011 року о 12 год. на засіданні спеціалізованої вченої ради К 35.886.01 із захисту дисертацій на здобуття наукового ступеня кандидата наук у Львівській державній фінансовій академії Міністерства фінансів України за адресою: 79000, м. Львів, вул. Коперника, 3.

З дисертацією можна ознайомитися у бібліотеці Львівської державної фінансової академії Міністерства фінансів України за адресою: 79000, м. Львів, вул. Коперника, 3.

Автореферат розіслано “28” березня 2011 року.

**Вчений секретар
спеціалізованої вченої ради**

Б.А. Карпінський

ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

Фінансові системи країн ЦСЄ та колишнього Радянського Союзу істотно відрізняються обраними режимами грошово-кредитної політики та рівнем монетизації, проте динаміка монетарних показників залишається як універсальним індикатором відхилень від рівноваги доходу і платіжного балансу, так й інструментальним чинником підтримання макроекономічної рівноваги. Останнім прикладом є кризові явища в економіках України та Угорщини (2008 р.), які повторюють архітектуру численних попередніх криз: Болгарія (1996 р.), Чехія (1997 р.), Росія (1998 р.). У ширшому контексті йдеться про дієвість грошово-кредитної політики як чинника гальмування інфляції та створення передумов для економічного зростання, включно з рівновагою платіжного балансу. Проблеми створюють: а) нелінійний характер зв'язку між пропозицією грошової маси та інфляцією; б) пропаганда переваг експансійної монетарної політики як чинника стимулювання доходу; в) суперечливий взаємозв'язок пропозиції грошової маси та рахунків платіжного балансу — поточного і фінансового. Зокрема, становлять інтерес особливості процесу ремонетизації, який може перебільшувати переваги експансійної монетарної політики за відсутності звичного зв'язку між пропозицією грошової маси та інфляцією, що у підсумку створює передумови для кризових явищ.

Вразливість економіки України до потрясінь на світових фінансових ринках спричиняє суперечливу оцінку грошово-кредитної політики відразу в декількох аспектах: 1) вибір оптимального темпу зростання грошової маси в міру завершення переходу від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання; 2) характер зв'язку між пропозицією грошової маси та інфляцією (з врахуванням досягнутого рівня монетизації економіки); 3) вибір інструментів грошово-кредитного регулювання; 4) вплив грошової маси на рахунки платіжного балансу. Прихильники та опоненти відмінних підходів до грошово-кредитного регулювання активно використовують відомі теоретичні аргументи та інтенсивно посилаються на світовий досвід, що може негативно позначатися на рецептах для конкретного українського випадку. В такому контексті виникає потреба предметного вивчення макроекономічних ефектів грошово-кредитної політики в перехідних фінансових системах загалом та Україні зокрема, з врахуванням очевидного факту, що активна дискусія щодо шляхів продовження грошово-кредитної політики НБУ дедалі більше виходить за межі загального характеру і наближається до аналізу справжніх труднощів та невдач.

Загальні проблеми грошово-кредитного регулювання в перехідних економіках достатньо інформативно опрацьовано зарубіжними спеціалістами М. Бруно, К. Вегом, А. Гошем, М. Домбровським, М. Де Мело, Г. Кальво, Ф. Мишкіним, К. Рибінським, С. Фішером та іншими. Досліджувана проблематика отримала належне висвітлення у працях вітчизняних фахівців Л. Альошиної, Я. Белінської, П. Буряка, К. Васківської, О. Вовчак, А. Гальчинського, П. Гарасима, В. Геєця, А. Гриценка, І. Гуцала, О. Дзюблюка, В.

Козюка, С. Корабліна, В. Лагутіна, В. Литвицького, І. Лютого, С. Михайличенка, В. Найдьонова, Н. Островської, О. Петрика, О. Піхоцької, М. Савлука, А. Скрипника, В. Стельмаха, А. Шаповалова, В. Шевчука, С. Шумської, Т. Унковської, О. Яременка та інших. Попри вагомий напружений, залишаються невирішеними важливі питання щодо ролі та інструментарію грошово-кредитної політики як чинника рівноваги доходу і платіжного балансу держави.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота виконана в межах науково-дослідної теми “Рівновага платіжного балансу під час реалізації моделі інноваційно-інвестиційного розвитку” (державний реєстраційний номер 0108U000444) Львівської комерційної академії, де автором підготовлено розділ “Прискорена монетизація економіки України – перешкода для інвестиційно-інноваційного розвитку”.

Мета і завдання дослідження. Метою дисертації є наукове обґрунтування механізмів макроекономічного впливу та вибору інструментів грошово-кредитної політики при досягненні рівноважної траєкторії економічного зростання.

Відповідно до мети дисертаційного дослідження у роботі висунуто такі завдання:

- проаналізувати архітектуру грошово-кредитної політики під час переходу від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання;
- аналітично оцінити поточний стан та перспективи грошово-кредитної політики в Україні (порівняно з іншими економіками);
- систематизувати теоретичні підходи до грошово-кредитного регулювання у перехідних фінансових системах;
- провести теоретичний і емпіричний аналіз грошово-кредитної політики (з використанням показника монетизації);
- обґрунтувати вибір орієнтирів грошово-кредитного регулювання в Україні;
- визначити шляхи підвищення якості грошово-кредитної політики;
- запропонувати інструментальні засоби підтримання оптимальної пропозиції грошової маси;
- обґрунтувати доцільність використання основних інструментів грошово-кредитного регулювання в Україні.

Об'єктом дослідження є закономірності проведення грошово-кредитної політики у перехідних економіках під час переходу від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання.

Предметом дослідження є умови та механізми грошово-кредитної політики як чинника рівноваги доходу і платіжного балансу.

Методи дослідження. Методологічною та теоретичною базою дослідження є праці вітчизняних і зарубіжних вчених із питань грошово-кредитної політики, монетарної складової загальної стратегії економічного розвитку та грошово-кредитного регулювання. Дослідження здійснено з використанням методів аналізу і синтезу (для обґрунтування впливу монетизації економіки та пропозиції грошової маси, зокрема на показники доходу та платіжного

балансу); системного узагальнення (для визначення основних функціональних зв'язків грошово-кредитної політики); порівняльного аналізу (для визначення параметрів грошово-кредитного регулювання перехідних фінансових систем країн Центральної та Східної Європи, країн Балтії та колишнього Радянського Союзу, у тому числі й України); статистичного та графічного методів (під час обробки та узагальнення статистичних даних); трендового, регресійного та кореляційного статистичного аналізу довго- та короткострокових залежностей.

Наукова новизна одержаних результатів. Наукова новизна дисертації полягає у тому, що на основі предметного аналізу еволюції монетарних показників і теоретичних моделей розроблено підходи до пояснення процесу ремонетизації перехідних економік, а на цій основі — обґрунтовано пріоритетні напрями проведення грошово-кредитної політики в Україні. Основні наукові положення, що виносяться на захист, полягають у наступному:

вперше:

- запропоновано статистичну модель оцінювання впливу монетизації економіки на показники доходу і платіжного балансу, що дозволило пояснити феномен послабленого зв'язку між пропозицією грошової маси та інфляцією супутнім впливом на торговельний баланс, ідентифікувати взаємну залежність рівня монетизації від показників інфляції, сальдо бюджету, обмінного курсу, відкритості економіки та припливу капіталу;

- розроблено динамічну модель, що пояснює механізм акумуляції надлишкової пропозиції грошової маси і передбачає можливість виникнення спекулятивної “бульбашки” на окремих ринках, наприклад нерухомості, оцінено вплив інтегральних показників якості монетарної політики (індекс Heritage Foundation) на показники доходу і платіжного балансу;

набули подальшого розвитку:

- трактування економічного змісту категорії “монетизація економіки” для умов перехідної економіки (цей показник необхідно розглядати залежно від реального обмінного курсу, принаймні під час досягнення макроекономічної рівноваги);

- практичні підходи до формування грошово-кредитної політики НБУ, а саме: обґрунтовано необхідність переходу від пасивної політики зразка 2000-2008 рр., яка головним чином відображала монетарні ефекти платіжного балансу, показано доцільність підтримання монетизації економіки на рівноважному рівні 45-50 % від ВВП, аргументовано підвищення ваги інфляції у цільовій функції НБУ в міру завершення демонетизації економіки;

удосконалено:

- методичні засади використання обмінного курсу як елемента монетарної стратегії в широкому розумінні, зокрема аргументовано передчасність переходу до таргетування інфляції за умов плаваючого обмінного курсу, а натомість запропоновано використання мікроревальвацій гривні із забезпеченням фіскальної дисципліни, що враховує як необхідність підтримання грошової стабільності, так і доречність гнучкості обмінного курсу задля досягнення більшої свободи грошово-кредитної політики.

Практичне значення одержаних результатів полягає у тому, що вони можуть використовуватися для визначення параметрів грошово-кредитної політики в Україні. Одержані автором результати використано при написанні рекомендацій і аналітичної записки за результатами X міжнародної наукової конференції – літньої школи “Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: міжнародні ринки послуг і Україна”, Ялта-Форос, 2005 р., матеріали конференції надіслані Президенту України, Верховній Раді України, Кабінету Міністрів, міністерствам і відомствам, представництвам Європейського Союзу в Україні, посольствам держав-членів Європейського Союзу в Україні, Комісії Європейського Союзу (Брюссель) для практичного використання (довідка № 126-06/1218 від 26 вересня 2005 р.), під час розробки аналітичних матеріалів Регіональним філіалом Національного інституту стратегічних досліджень у м. Львові, підготовки аналітичної записки Національного інституту стратегічних досліджень до Секретаріату Президента України (довідка №-2/87-87 від 25 грудня 2008 р.), в аналітичній діяльності Управління майном спільної власності Львівської обласної ради (довідка №-1890 від 02 грудня 2010 р.) та під час формування рекомендацій для низки наукових конференцій. Основні теоретичні положення та висновки дисертації використовуються у навчальному процесі кафедри міжнародних економічних відносин Львівської комерційної академії під час викладання дисциплін “Світові фінанси” та “Грошово-кредитна політика у відкритій економіці” (довідка №-161/22 від 12 березня 2009 р.).

Особистий внесок здобувача. Наукові дослідження, розробки та висновки отримано автором самостійно. З наукових праць, опублікованих у співавторстві, використано лише ті положення, які є результатом особистої роботи здобувача.

Апробація результатів дослідження. Теоретичні положення, висновки і практичні рекомендації дисертації доповідалися та обговорювалися на 10 міжнародних та всеукраїнських науково-практичних конференціях: I Всеукраїнській науковій конференції з фінансового аналізу “Фінансово-кредитний механізм в умовах перехідної економіки. Проблеми та перспективи розвитку банківської системи України” (м. Львів, 13-15 травня 2002 р.); Міжнародній науково-практичній конференції “Стан і проблеми трансформації фінансів та економіки регіонів у перехідний період” (м. Хмельницький, 15 травня 2003 р.); Науковій конференції “Стратегія соціально-економічного розвитку України і формування механізмів зростання” (м. Львів, 8 квітня 2004 р.); I Міжнародній науково-практичній конференції “Актуальні проблеми регіонального розвитку в контексті європейської інтеграції” (м. Луцьк, 2-4 червня 2005 р.); X Міжнародній науковій конференції – літньої школи: “Проблеми економічної інтеграції України в Європейський Союз: міжнародні ринки послуг і Україна” (м. Ялта-Форос, 22-24 вересня 2005 р.); Всеукраїнській науково-практичній конференції “Інтеграційні процеси та розвиток фінансової системи України” (м. Харків, 29-30 листопада 2006 р.); VII Міжнародній науково-практичній конференції “Конкурентоспроможність національної економіки” (м. Київ, 23-24 березня 2007 р.); Міжнародній

науково-практичній конференції “Фінансові механізми сталого економічного розвитку” (м. Харків, 18 травня 2007 р.); Міжнародному науково-практичному семінарі “Проблеми конкуренто-спроможності економіки в умовах євроінтеграції: регіональні аспекти” (м. Запоріжжя, 23-24 травня 2008 р.); VI Всеукраїнській науково-практичній конференції “Особливості інтеграції України у світовий економічний та політико-правовий простір” (м. Маріуполь, 10 грудня 2010 р.).

Публікації. Основні положення та результати дисертаційної роботи опубліковано автором у 17 наукових працях загальним обсягом 9,16 д.а., з них 6 у співавторстві загальним обсягом 4,19 д.а., 11 – у наукових фахових виданнях, 6 – у матеріалах конференцій та інших виданнях.

Структура та обсяг дисертації. Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків. Загальний обсяг дисертаційної роботи становить 229 сторінок, у тому числі 178 сторінок основного тексту, 40 рисунків, 13 таблиць, 6 додатків на 23 сторінках. Список використаних джерел складається із 276 найменувань і займає 28 сторінок.

ОСНОВНИЙ ЗМІСТ РОБОТИ

У **вступі** обґрунтовано актуальність теми, викладено мету, завдання, об’єкт, предмет і методи дослідження, наукову новизну та практичне значення одержаних результатів, подано дані щодо апробації, структури роботи та публікацій.

У першому **розділі “Теоретико-методологічні засади грошово-кредитної політики держави”** проаналізовано загальну архітектуру грошово-кредитної політики під час переходу від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання, зроблено аналітичну оцінку її проведення в Україні та розглянуто теоретичні питання грошово-кредитної політики у перехідних економіках.

У найбільш загальному вигляді засадничі риси грошово-кредитної політики представлено на рис. 1 відповідно до класифікації перехідного процесу як послідовної реалізації завдань фінансової стабілізації, переходу до стійкого економічного зростання та подальшого антициклічного регулювання після досягнення деякого рівноважного рівня доходу. Незалежно від способу досягнення фінансової стабілізації — шокового чи градуалістського — грошово-кредитна політика розглядалася як головний інструмент гальмування інфляції та лібералізації економічного середовища. Рестрикційна політика не лише сприяла зниженню інфляції до прийняттого рівня — нижче від 10 % річних, але й полегшила лібералізаційні заходи, що посилювали стимули для економічного зростання, зокрема за допомогою залучення іноземних інвестицій. З іншого боку, приплив капіталу потенційно зміцнював національну грошову одиницю — без загрози погіршення сальдо платіжного балансу, що сприяло консолідації результатів фінансової стабілізації. Після поновлення економічного зростання та переходу до траєкторії стійкого економічного зростання проведення антициклічної грошово-кредитної політики для оптимізації двох потенційно суперечливих цілей — інфляції та доходу — ускладнює-

ться внаслідок підвищеної вразливості до макроекономічних шоків, яка зростає в міру підвищення відкритості для зовнішньої торгівлі та потоків капіталу.

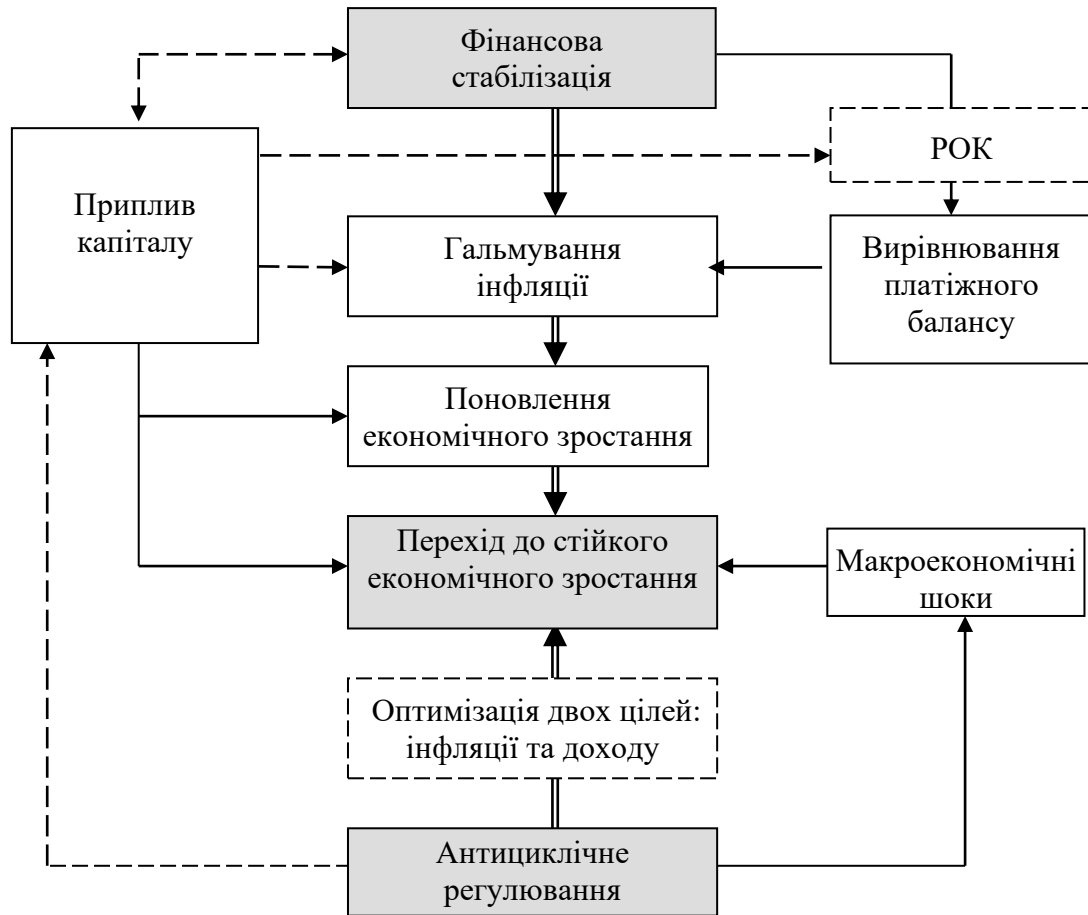


Рис. 1. Пріоритети грошово-кредитної політики під час переходу від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання

З урахуванням паритету купівельної спроможності (ПКС) $P = EP^*$, де P і P^* — відповідно рівні цін в даній країні та за кордоном, а E — номінальний обмінний курс, можна стверджувати про зв'язок між монетизацією економіки M/Y , де M — пропозиція грошової маси, а Y — дохід (ВВП або промислове виробництво), та реальним обмінним курсом (РОК), динаміка якого змінюється на відмінних етапах перехідного процесу. Якщо з початком перехідного процесу зниження обмінного курсу послаблює попит на грошову одиницю і, відповідно, — зменшення показника монетизації, то надалі зміцнення обмінного курсу може свідчити про тенденцію до підвищення рівня монетизації. Обидва процеси можуть характеризуватися тяжінням до деякого рівноважного значення, яке притаманне траєкторії стійкого економічного зростання.

На наш погляд, еволюцію грошово-кредитної політики зручно відстежувати за допомогою показників монетизації економіки і РОК, які можуть відображати траєкторію досягнення рівноваги доходу і платіжного балансу. Країни Центральної та Східної Європи (ЦСЄ) характеризуються значно вищим рівнем монетизації, передусім на початку перехідного процесу, що може пояс-

нюватися меншою надлишковою пропозицією грошової маси (або грошовим „навісом”), оперативнішим вирівнюванням платіжного балансу, нижчими інфляційними очікуваннями, а також меншою амплітудою спаду виробництва (рис. 2). В усіх групах країн перехід до стійкого економічного зростання супроводжується підвищенням рівня монетизації, який збігається у часі з підвищенням РОК. Істотні відмінності у темпах ремонетизації можуть пояснюватися як відмінною швидкістю зазначених вище процесів, так і впливом монетарних ефектів платіжного балансу та інституційних особливостей окремих країн, як „перегрів” фондового ринку або „бульбашка” на ринку нерухомості. Впродовж 2001-2007 рр. монетизація української економіки стрімко зросла до рівня таких країн, як Польща чи Угорщина, але немає певності щодо самодостатності цього процесу, що зрештою виявили події осені 2008 р., коли відбулася контрастна дестабілізація траєкторії економічного зростання.

Вважають, що з 2000 р. Україна перебуває на етапі збалансованого монетарного розвитку, проте не усунуено проблем попередніх років, коли цілі, методи та інструменти грошово-кредитної політики не завжди визначалися досить чітко і вдало, нерідко коригувалися під тиском непередбачуваних обставин або змінювалися на протилежні.

Можна виокремити дискусійні питання: а) характер інфляції (монетарний чи немонетарний); б) достатність досягнутого рівня монетизації; в) доцільність гнучкого курсоутворення та фіскальної дисципліни як чинників полегшення грошово-кредитної політики. Специфіку вітчизняної монетарної політики визначили: а) запізніла грошова реформа; б) абсолютизація переваг заниженого обмінного курсу; в) відсутність тиску з боку організованої робочої сили.

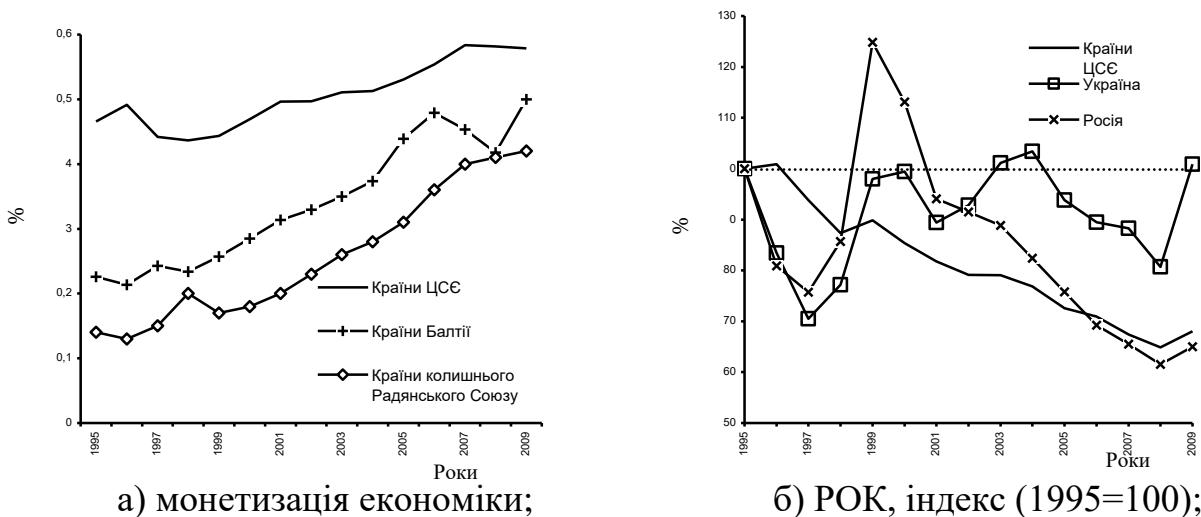


Рис. 2. Середні значення показників монетизації та РОК, 1995-2009 рр.

Підвищена тривалість фінансової стабілізації в Україні пояснюється як відсутністю радикальних змін у фіскальній сфері та неконтрольованим відпливом капіталу, так і помітним зв'язком між обмінним курсом та інфляцією в поєднанні з доларизацією економіки та недостатньою довірою до грошово-кредитної політики. Суттєвою помилкою виглядає прискорене зниження облі-

кової ставки НБУ, яке не враховувало „відкладений” інфляційний потенціал та вразливість до зовнішніх шоків. Не було враховано, що після досягнення рівноважного значення монетизації економіки можна очікувати підпорядкування пропозиції грошової маси логіці антициклічного регулювання.

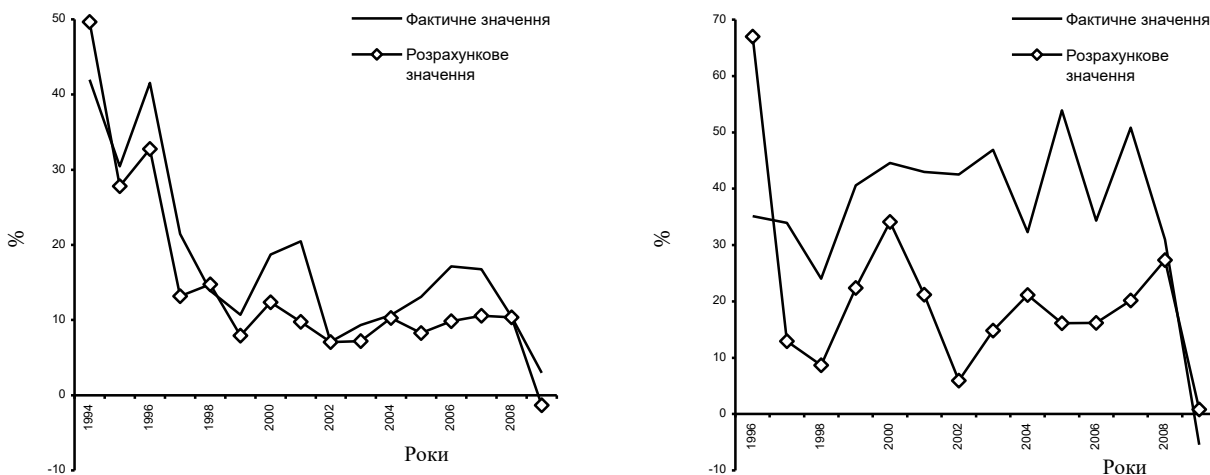
Попри різнопланову критику монетарного режиму розгорнутого таргетування грошової одиниці, який визначав політику НБУ в 2000-2008 рр., не запропоновано дієвих альтернатив. Одним із можливих рішень може стати застосування монетарної моделі передавального механізму, що орієнтується на прямий зв'язок між грошовою масою і ВВП. Інтерес до теоретичних конструкцій монетарної школи підвищується через посилення інфляційних процесів, яке притаманне всім пострадянським країнам, і може бути наслідком не лише екзогенних чинників на зразок подорожчання енергоносіїв та продовольства, але й завершення ремонетизації економіки. В міру завершення перехідного процесу стає переконливішою, принаймні теоретично, відмова від стимулюючої грошово-кредитної політики на користь прозорих правил пропозиції грошової маси, які не залежать від зміни фаз ділового циклу. Хоча логіка монетарної моделі прослідковується гірше під час ремонетизації економіки, коли виникають можливості для підвищення темпу зростання грошової маси, така ситуація виглядає небезпечною з огляду на можливе перевищення деякого рівноважного значення монетизації, що, зі свого боку, загрожує подальшою дестабілізацією макроекономічних показників внаслідок реалізації раніше закладеного інфляційного потенціалу. З іншого боку, розрахунок виключно на можливості експансійної монетарної політики не сприяє фіскальній дисципліні, оптимізації державного боргу і проведенню структурних перетворень. Традиційні кейнсіанські та монетарні моделі слід оцінювати обережно, адже розвиток перехідної економіки відрізняється від традиційних фаз ділового циклу. Зроблено висновок, що всебічна оцінка інструментів і наслідків грошово-кредитної політики з огляду на завершення процесу ремонетизації економіки передбачає: а) ідентифікацію зв'язку між пропозицією грошової маси і динамікою доходу та інфляції; б) вивчення особливостей впливу грошової маси на рахунки платіжного балансу; в) врахування структурних особливостей грошового ринку.

У другому розділі “**Аналіз впливу грошово-кредитного регулювання на формування доходу та платіжного балансу держави**” проаналізовано низку специфічних ознак грошово-кредитної політики під час переходу від фінансової стабілізації до стійкого економічного зростання, таких як обмеженість трансмісійного механізму, необхідність врахування монетарних ефектів платіжного балансу, підвищена залежність від системи обмінного курсу, модифікація функціонального впливу залежно від рівня монетизації економіки, подано теоретичне пояснення відповідних функціональних залежностей за допомогою динамічної моделі з раціональними очікуваннями, оцінено емпірично дієвість грошово-кредитної політики як чинника доходу і платіжного балансу.

Дослідницька гіпотеза полягає у тому, що після початкової демонетизації економіки її подальша ремонетизація може характеризуватися порівняно

слабким зв'язком між грошовими агрегатами та інфляцією, який зазвичай пояснюється підвищеним попитом на гроші, але може стосуватися інших структурних характеристик: підвищення ступеня відкритості економіки, підтримання фіксованого обмінного курсу, фіскальної дисципліни тощо. Більше того, така ознака може зберігатися навіть після завершення ремонетизації — без будь-якого зв'язку з попитом на гроші. Сприятливими чинниками тоді виступають обмеженість традиційних каналів трансмісійного механізму, а також нейтралізація наслідків експансійної монетарної політики за рахунок підвищеного попиту на імпорт. Рівноважне значення монетизації може змінюватися у часі під впливом монетарних і немонетарних фундаментальних чинників, а також інституційних особливостей конкретної країни.

Під час ремонетизації економіки ймовірним є тривале перевищення темпу зростання грошової маси над його рівноважним значенням, що помітно з досвіду країн Балтії та колишнього Радянського Союзу. Водночас країни ЦСЄ в 2002-2006 рр. характеризуються доволі стабільним зростанням пропозиції грошової маси в межах 7-13 %, яке достатньо переконливо ілюструє відоме правило Фрідмана (прискорення темпу грошової емісії до 17 і 22 % в 2000-2001 рр. супроводжувалося подальшою рестрикційною корекцією) (рис. 3).



а) країни ЦСЄ;

б) Україна;

Рис. 3. Фактичний і розрахунковий (правило Фрідмана) темп зростання грошової маси (%), 1994-2009 рр.

Примітка: для країн ЦСЄ враховано дані Польщі, Словаччини, Словенії, Чехії, Хорватії та Угорщини; з-поміж країн колишнього Радянського Союзу враховано дані Білорусі, Казахстану, Росії та України

Істотне збільшення пропозиції грошової маси може не мати звичного впливу на інфляцію. Частково це пояснюється підвищенням попиту на гроші (ефект добробуту на грошовому ринку), однак не менш вагомим є вплив попиту на імпорт, а також подорожчання активів на окремих ринках. Відсутність інфляційного впливу на етапі ремонетизації економіки підвищує ймовірність перевищення показника монетизації над рівноважним значенням. Подальша корекція кількості грошей в обігу до рівноважного значення може бути стрімкою, а відповідний поштовх здатні надати несподіваний вплив

капіталу, контрастне погіршення умов торгівлі або обвал ринку одного з активів, наприклад нерухомості. Якщо у країнах Балтії саме падіння цін на нерухомість зумовило корекцію показника монетизації, то в Україні безпосередньою причиною стало раптове зупинення операцій із потоками капіталу, що унеможливило подальше зростання цін на ринку нерухомості.

Емпіричний аналіз підтвердив гіпотезу про вищий інфляційний вплив грошової емісії на етапі фінансової стабілізації, коли зв'язок є практично пропорційним (збільшення грошової маси на 1 % призводить до прискорення інфляції на таку ж величину). Це обґрунтовує логіку монетарного підходу до фінансової стабілізації, коли обмеження грошової маси є основним антиінфляційним чинником. Проте після досягнення фінансової стабілізації прямо пропорційний зв'язок між грошовою масою та інфляцією практично зникає, що може означати переважання чинника обмінного курсу, підвищення попиту на імпорту, а також використання грошових активів для спекулятивних операцій. Перехід до гнучкого курсоутворення дозволяє підвищити ступінь незалежності монетарної політики, але одночасно зростає загроза погіршення сальдо поточного рахунку через збільшення приватного споживання, яке, зі свого боку, може стимулюватися підвищенням вартості нерухомості.

Відкритість економіки не виглядає стимулом для проведення жорсткішої грошово-кредитної політики, адже обмеження платіжного балансу реалізуються із значним часовим лагом. При цьому монетизація чистого припливу капіталу за операціями поточного і фінансового рахунків може сприяти збільшенню доходу за відсутності короткочасного підвищення цін, але на віддалену перспективу відбувається неминуча корекція, зумовлена поверненням до рівноважного значення монетизації. Ринок нерухомості лише посилює впливовість обмежень платіжного балансу, оскільки для відповідного „розігріву” можуть використовуватися зовнішні запозичення. Якщо на етапі фінансової стабілізації збільшення грошової маси практично не впливало на сальдо поточного рахунку, то надалі виникає негативний вплив, коли експансійна політика супроводжується погіршенням сальдо поточного рахунку. Потрібно визнати, що таке погіршення сальдо експорту-імпорту виглядає чинником збільшення інвестицій.

Стабільність показника монетизації економіки M/Y може бути занадто обмеженим припущенням, яке не враховує фактичної ситуації у перехідному процесі. Реальніше припустити, що монетизація може змінюватися в часі (хоча з обмеженою амплітудою), а на її динаміку впливають зміни рівня цін та його очікування, які характеризують механізм повернення до рівноважного значення. Відповідні залежності змодельовано за допомогою динамічної моделі з раціональними очікуваннями:

$$P = f\left(\frac{M}{Y}, \dot{P}^e, E, G - T, A\right), \quad (1)$$

$$\frac{\dot{M}}{Y} = f\left(\frac{M}{Y}, P, \dot{P}, E, G - T, B\right), \quad (2)$$

$$CA = f\left(\frac{M}{Y}, P, E, G - T\right), \quad (3)$$

де P — рівень цін; M — пропозиція грошової маси (кількість грошей в обігу); Y — доход (ВВП); \dot{P}^e — очікування майбутнього рівня цін; E — номінальний обмінний курс; G — дефіцит бюджету; A — інші незалежні чинники рівня цін; B — незалежні чинники монетизації економіки. Показники \dot{M}/P і \dot{P} характеризують динаміку монетизації економіки та рівня цін.

У рівнянні (1) охарактеризовано чинники, що впливають на рівень цін: підвищення рівня монетизації (це відповідає логіці кількісного рівняння грошового обігу $PY=MV$, де V — швидкість грошового обігу), очікування рівня цін \dot{P}^e , обмінний курс, дефіцит бюджету. В рівнянні (2) динаміка монетизації є пропорційною до зміни абсолютного значення цього показника. Водночас монетизація M/Y обернено пропорційно залежить від рівня цін та інфляції. Аналогічно приймається, що вища інфляція \dot{P} обмежує динаміку монетизації. Подібно впливають девальвація грошової одиниці та дефіцит бюджету. З-поміж екзогенних чинників монетизації важливими є: а) ефективність банківської системи; б) завершення процесу становлення ринкового середовища (масова приватизація, становлення фондового ринку, відмова від бартеру); в) поліпшення умов для іноземних інвестицій. У рівнянні (3) подано функціональні залежності для сальдо поточного рахунку, який поліпшується при зниженні рівня цін, девальвації грошової одиниці та поліпшенні сальдо бюджету. При підвищенні монетизації погіршується сальдо поточного рахунку.

Для емпіричного тестування теоретично передбачуваних взаємозв'язків між грошово-кредитною політикою в її обох проявах — безпосереднє збільшення грошової маси і підвищення монетизації економіки — та основними макроекономічними показниками використано просторово-часову вибірку річних даних країн ЦСЄ і Балтії за 1990-2009 рр., яку доповнено даними для України. Такий підхід дозволяє простежити прогнозу динаміку вітчизняних показників відносно функціональних залежностей для країн ЦСЄ і Балтії.

Підвищення монетизації спочатку поліпшує динаміку ВВП, однак із лагом у рік цей вплив нівелюється:

$$\begin{aligned} \Delta Y_t = & 0,621\Delta Y_{t-1} + 18,127(M/Y)_t - 17,157(M/Y)_{t-1}. \\ & (9,415^*) \quad (2,253^{**}) \quad (-2,482^{**}) \\ R^2 = & 0,54 \quad DW = 2,21 \end{aligned} \quad (4)$$

Вплив монетизації на інфляцію є асиметричним до впливу на доход:

$$\begin{aligned} \Delta P_t = & 0,671\Delta P_{t-1} - 0,587(M/Y)_t + 0,671(M/Y)_{t-1}. \\ & (12,962^*) \quad (-3,832^*) \quad (4,725^*) \\ R^2 = & 0,65 \quad DW = 1,23, \end{aligned} \quad (5)$$

де $*$ — означає статистичну значущість на рівні 1% ($**$ — 5%, $***$ — 10%).

Оцінки квартальних даних для України свідчать, що підвищення рівня монетизації знижує рівень ВВП, але не впливає на динаміку цього показника.

В короткочасному періоді збільшення грошової маси підвищує показник монетизації, тоді як не спостерігається впливу доходу. Сальдо поточного рахунку не впливає на обидва показники — доходу і монетизації, але отримані коефіцієнти є додатними. Якщо йдеться про Україну, то однією з причин послабленого зв'язку між грошовою масою та інфляцією може виявитися супутній вплив на торговельний баланс. Незалежно від специфікації регресійної моделі монетизація економіки виглядає доволі інерційним процесом, що посилюється з часом. Підвищенню рівня монетизації економіки сприяють: а) зниження інфляції; б) поліпшення сальдо бюджету; в) ревальвація грошової одиниці; г) підвищення відкритості економіки; д) приплив капіталу.

Емпіричні оцінки засвідчують, що в 2005-2009 рр. надлишкова монетизація економіки України становила приблизно 5 % від ВВП. Оскільки перевищення значень монетизації у 2003 р. було відкориговано наступним зниженням у 2004 р., на подібну корекцію слід очікувати в 2011р.

У третьому розділі **“Напрями підвищення ефективності змістових інструментів грошово-кредитної політики в Україні”** проаналізовано особливості вибору орієнтирів грошово-кредитної політики, перспективні шляхи підвищення її якості та інструментальні засоби підтримання оптимальної позиції грошової маси.

Для визначення рівноважного значення монетизації недоцільно орієнтуватися на провідні промислові країни, що відрізняються розвиненим фінансовим ринком, відсутністю доларизації грошового обігу, стабільним попитом на гроші, низькою інфляцією тощо. Кращим орієнтиром слугують країни ЦСЄ та Латинської Америки, де спостерігалася глибока демонетизація економіки. Досвід країн не виключає збільшення монетизації для окремих країн з відмінними паралельними курсами, але в усіх випадках процес ремонетизації виглядає поступовим. Навпаки, ризики прискореної ремонетизації відображає досвід Росії (1997-1998 рр.) та Аргентини (1996-2000 рр.). В Україні актуальним є перехід до поміркованого темпу зростання грошової маси — не вище від 20 % на рік, як це пропонувалося Стратегією економічного і соціального розвитку України **“Шляхом європейської інтеграції”** (2004-2015 рр.). Такий підхід відповідає практиці найбільших країн ЦСЄ, які подолали світову фінансову кризу 2008 р. Обмеження пропозиції грошової маси сприятиме очікуванню грошової стабільності, а це лише посилюватиме антиінфляційну спрямованість грошово-кредитної політики і, таким чином, сприятиме довгостроковому економічному зростанню.

Вища якість грошово-кредитної політики в її традиційних аспектах (антиінфляційна орієнтація, підтримання стабільності грошової одиниці, вирівнювання платіжного балансу) повинна позначитися кращою динамікою економічного зростання. Для емпіричної верифікації цього факту використано монетарну компоненту спеціалізованих індексів економічної свободи від канадського Інституту Фрейзера та американського Фонду Heritage Foundation.

Розрахунки за допомогою індексу Heritage Foundation свідчать, що вища

якість грошово-кредитної політики не впливає на динаміку ВВП, але дозволяє знизити інфляцію:

$$\Delta Y_t = 0,593\Delta Y_{t-1} + 0,066HM + 0,139\Delta Y_t^{GER}, \quad (6)$$

(8,414^{*}) (0,945) (2,237^{**})

$R^2 = 0,47$ $F = 25,19^*$ $DW = 2,14$

$$\Delta P_t = 0,568\Delta P_{t-1} - 0,220HM + 0,141\Delta P_t^{GER}, \quad (7)$$

(6,947^{*}) (-2,845^{*}) (2,733^{*})

$R^2 = 0,62$ $F = 40,25^*$ $DW = 1,96$

де ΔY_t і ΔY_t^{GER} , ΔP_t і ΔP_t^{GER} — відповідно темп зростання ВВП та інфляція споживчих цін у досліджуваних країнах та Німеччині; HM — монетарна компонента індексу економічної свободи.

Попри численні посилання на непродуманість механізму процентної ставки загалом та облікової ставки НБУ зокрема, відповідний вплив не видається вирішальним. Підвищення облікової ставки НБУ на один процентний пункт позначається підвищенням ставки за кредитами на третину процентного пункту. Вплив на ставку за депозитами є вдвічі меншим. Принципова помилка тих, хто виступає за занижену процентну ставку, полягає у тому, що нехтуються питання довіри до грошово-кредитної політики і потреба в заощадженнях, що може спричинити негативний вплив через очікування цінової та грошової стабільності, пов'язані з дефіцитом поточного рахунку. Пряма залежність інвестицій від ставки за депозитами може означати, що внутрішні заощадження залишаються вагомим джерелом інвестиційного процесу. Рестрикційна грошово-кредитна політика здатна виявитися корисною з огляду на інвестування, якщо це підштовхує комерційні банки до підвищення ставки за депозитами.

У міру завершення ремонетизації економіки України потрібно підвищувати вагу показника інфляції у цільовій функції грошово-кредитної політики НБУ. Оновлена модель такої політики повинна передбачати стрімке зниження темпу зростання грошової маси — не більше ніж 20 % на рік.

Для проведення ефективної політики НБУ необхідне підтримання додатної облікової ставки в реальному вимірі. Підтримання від'ємної облікової ставки НБУ з середини 2006 р. було суттєвою помилкою, яка сприяла формуванню грошового "навісу", а отже, передумов для фінансової кризи. Якби у червні 2007 р. облікову ставку НБУ було підвищено до 12-15 % річних, це могло би спричинити підвищення ставки за кредитами на 1-2 % і, таким чином, обмежити кредитний бум, що призвів до кризових явищ у наступному 2008 р. Доцільно практикувати щомісячні засідання Ради НБУ з питання встановлення облікової ставки, а також працювати над підвищенням професійного рівня членів цього органу грошово-кредитної політики. Високі вимоги резервування та обмеження на зовнішні запозичення додатково сприятимуть управлінню грошовою масою та зниженню вразливості до зовнішніх макроекономічних шоків.

Розширенню ринку ОВДП повинен сприяти їх продаж населенню, що важливо з огляду на недостатні заощадження і недовіру до банківської системи. Ревальвація гривні у травні 2008 р. була правильним, але запізнілим кроком, що, зрештою, зумовило його невисоку ефективність. Стійка доларизація економіки України та психологічна недовіра до гнучкості обмінного курсу не дозволяють сподіватися на швидку еволюцію механізму очікувань у бік плаваючого обмінного курсу, коли експансійна монетарна політика здатна стимулювати дохід, принаймні у короткочасному періоді.

Координація з фіскальною політикою є бажаною з огляду на оптимальне підтримання макроекономічної рівноваги, коли грошово-кредитна політика використовується для вирівнювання платіжного балансу, а фіскальна — для підтримання рівноваги доходу, а також зміцнення фундаментальних передумов для грошової стабільності. З метою поліпшення умов грошово-кредитної політики в Україні доцільно забезпечити антициклічність фіскальної політики, коли під час економічного підйому сальдо бюджету поліпшується, а під час економічного спаду — погіршується. Координацію з фіскальною політикою не варто абсолютизувати, передусім у контексті відмови від монетарних важелів антиінфляційного впливу. На збільшення дефіциту бюджету слід реагувати пропорційним зменшенням грошової маси, що виступатиме монетарним обмеженням для експансійної фіскальної політики.

ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі запропоновано нове теоретичне пояснення процесу ремонетизації перехідних економік, оцінено емпірично відповідні функціональні зв'язки та сформульовано практичні пропозиції щодо грошово-кредитного регулювання в Україні. Результати проведеного дослідження дозволяють зробити такі висновки:

1. Умови проведення грошово-кредитної політики у перехідних економіках відрізняються залежно від макроекономічного стану (фінансова стабілізація, перехід до стійкого економічного зростання, антициклічне регулювання після досягнення рівноважного рівня доходу). Зміна показників монетизації економіки і РОК є зручним індикатором траєкторії досягнення рівноважного стану. З початком перехідного процесу зниження показника монетизації, передусім у країнах колишнього Радянського Союзу, стало наслідком не лише більшого грошового “навісу”, глибших платіжних дисбалансів, потужніших очікувань інфляції чи вищої доларизації, а передусім заниженого обмінного курсу.

2. Прискорена ремонетизація економіки України в 2001-2009 рр. помилково сприймалася як ознака безпроблемності надмірного темпу зростання пропозиції грошової маси (2001-2003 рр. — 43 %, 2004 р. — 33 %, 2005 р. — 54 %, 2006-2007 рр. — 42 %), що створило передумови для фінансової кризи 2008 р. Значною помилкою є прискорене зниження облікової ставки НБУ з початку 2003 р., яке не враховувало відкладений інфляційний потенціал та вразливість до зовнішніх шоків. Всупереч стандартному поясненню прискореної ремонетизації підвищеним попитом на гроші та особливостями відкритої

економіки, які нівелюють звичний зв'язок між пропозицією грошової маси та інфляцією, це є прикладом нераціональності у поведінці учасників ринку.

3. Відсутність інфляційного впливу на етапі ремонетизації економіки підвищує ймовірність перевищення показника монетизації над рівноважним значенням. Наступна корекція кількості грошей в обігу до рівноважного значення може бути стрімкою, а належний поштовх здатні надати несподіваний вплив капіталу, контрастне погіршення умов торгівлі або обвал ринку одного з активів, наприклад нерухомості. Якщо у країнах Балтії саме падіння цін на нерухомість зумовило корекцію показника монетизації, то в Україні безпосередньою причиною стало раптове призупинення потоків капіталу, що унеможливило подальше зростання цін на ринку нерухомості.

4. Аналіз емпіричних даних підтверджує гіпотезу про вищий інфляційний вплив грошової емісії на етапі фінансової стабілізації, коли зв'язок є пропорційним, але надалі він зникає. Так само послаблюється обернений зв'язок між інфляцією та динамікою ВВП. Обидва результати не варто переоцінювати, адже потрібно враховувати обмеження зовнішньої рівноваги, які перетворюють потенціал прихованої інфляції на відкрите підвищення цін, а також можливість виникнення спекулятивної „бульбашки” на ринках окремих активів.

5. У теоретичному контексті динамічної моделі з раціональними очікуваннями поступове збільшення грошового „навісу” та його подальша стрімка ліквідація пояснюються частково нераціональністю, що спричиняє виникнення спекулятивної „бульбашки” на ринку одного з активів, наприклад нерухомості. Така ситуація не є рівноважною, не може тривати достатньо довго і врешті-решт передбачає вилучення з обігу надлишкової грошової маси, яке може відбуватися в контексті кризових явищ на ринках окремих активів. Якщо надлишкову пропозицію грошової маси створено через надмірний приплив капіталу (із супутнім погіршенням сальдо поточного рахунку), природно очікувати на кризу платіжного балансу.

6. Емпірично доведено, що для перехідних економік підвищення рівня монетизації не впливає на динаміку ВВП, але прискорює інфляцію та погіршує сальдо поточного рахунку. Якщо йдеться про Україну, підвищення рівня монетизації знижує рівень ВВП, але не впливає на динаміку цього показника. Збільшення грошової маси підвищує монетизацію економіки, тоді як збільшення доходу знижує цей показник. Сальдо поточного рахунку не впливає на обидва показники — доходу і монетизації, але отримані коефіцієнти є додатними. Доведено, що однією з причин послабленого зв'язку в Україні між експансійною грошово-кредитною політикою та інфляцією може бути супутній вплив на торговельний баланс. Залежно від обраної моделі в 2005-2009 рр. надлишкова монетизація економіки України становила приблизно 5 % від ВВП.

7. Незалежно від обраної специфікації регресійної моделі монетизація економіки виглядає інерційним процесом, який характеризується тенденцією до підвищення з часом. Підвищенню рівня монетизації економіки сприяють: а) зниження інфляції; б) поліпшення сальдо бюджету; в) ревальвація грошової

одиниці; г) підвищення відкритості економіки; д) приплив капіталу. Фіктивні змінні виявили негативний вплив структурних характеристик окремих країн на значення монетизації.

8. Підвищення якості грошово-кредитної політики, як це охарактеризовано індексом Heritage Foundation, позначається гальмуванням інфляції, поліпшенням сальдо фінансового рахунку та зміцненням грошової одиниці. З іншого боку, немає переконливих ознак сприятливої залежності, коли ліберальна грошово-кредитна політика асоціюється з вищим темпом зростання ВВП. Не виявлено впливу якості грошово-кредитної політики на сальдо бюджету і поточного рахунку, а також на показник обсягу інвестицій.

9. Практичні рекомендації для грошово-кредитної політики НБУ є такими: а) підтримання монетизації на рівноважному рівні 45-50 % від ВВП; б) обмеження темпу зростання грошової маси до 20 % на рік; в) практика мікроревальвацій (або мікродевальвацій) гривні. Боротьба з інфляцією та підтримання рівноваги платіжного балансу вимагає активнішого використання традиційних інструментів грошово-кредитного регулювання, передусім облікової ставки НБУ, яка повинна підтримуватися на додатному рівні (з врахуванням інфляції). Підтримання високих вимог резервування та обмежень на зовнішні запозичення додатково сприятиме управлінню грошовою масою та зниженню вразливості до зовнішніх макроекономічних шоків.

СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ:

У наукових фахових виданнях:

1. Мамедханова З. А. Теоретичні засади монетарної політики: дискусії навколо проблеми / З. А. Мамедханова // Вісник Львівської комерційної академії. – (Серія економічна). – Львів : Видавництво ЛКА, 2004. – Вип. 15. – С. 131-135. – 0,41 д.а.

2. Мамедханова З. А. / Мамедханова З. А., Копич Р. М. Грошова політика, інвестиції, економічне зростання і ринок праці напередодні вступу до ЄС: приклад Польщі // Вісник Хмельницького національного університету. – № 3-2. – Хмельницький : ХМУ. – 2005. – С. 93-97. – 0,72 д.а. *(Особистий внесок автора – визначено, що сприятливі монетарні ефекти, а саме: зниження номінальної і реальної процентної ставки, гальмування інфляції – можуть спостерігатися на тлі зниження темпу зростання ВВП і підвищення безробіття – 0,36 д.а.)*

3. Атаманчук З. А. Якість монетарної політики і економічне зростання / З. А. Атаманчук // Вісник Львівської комерційної академії. – Львів : Видавництво ЛКА, 2005. – Вип. 18. – Ч. 2. – С. 299-304. – (Серія економічна). – 0,45 д.а.

4. Атаманчук З. А. Іноземні банки як чинник лібералізації ринку фінансових послуг / З. А. Атаманчук, В. О. Шевчук // Вісник Тернопільської академії народного господарства. – Тернопіль : Економічна думка, 2005. – Вип. 5-1. – С. 217-223. – 0,64 д.а. *(Особистий внесок автора – запропоновано механізми лібералізації ринку фінансових послуг – 0,32 д.а.)*

5. Атаманчук З. А. Вплив монетарної політики НБУ на тенденції економічного розвитку / З. А. Атаманчук // Економіка: проблеми теорії та практики : збірник наукових праць; [гол. ред. д.е.н., проф. А. А. Покотілов]. – Дніпропетровськ : Видавництво ДНУ, 2006. – Вип. 219. – Т. 2. – С. 376-385. – 0,92 д.а.

6. Атаманчук З. А. Монетарні аспекти регіональної “пастки депресивності” / З. А. Атаманчук, В. О. Шевчук // Вісник Львівської комерційної академії. – Львів : Видавництво ЛКА, 2006. – Вип. 20. – С. 9-15. – (Серія економічна). – 0,54 д.а. *(Особистий внесок автора – досліджено залежність динаміки промислового виробництва від монетизації економіки – 0,27 д.а.)*.

7. Атаманчук З. А. Монетарні ефекти платіжного балансу і ремонетизація української економіки / З. А. Атаманчук, В. О. Шевчук, Н. І. Черкас // Стратегічні пріоритети. – 2007. – № 3 (4). – С. 67-75. – 1,17 д.а. *(Особистий внесок автора – обґрунтовано необхідність посилення рестрикційної монетарної політики – 0,4 д.а.)*.

8. Атаманчук З. А. Вплив політики обмінного курсу на проведення монетарної політики в Україні / З. А. Атаманчук // Вісник Львівської комерційної академії. – Львів : Видавництво ЛКА, 2007. – Вип. 25. – С. 263-269. – (Серія економічна). – 0,55 д.а.

9. Атаманчук З. А. Монетарні аспекти конкурентоспроможності: український контекст / З. А. Атаманчук, В. О. Шевчук // Теоретичні та прикладні питання економіки : збірник наукових праць / [за заг. ред. проф. Єханурова Ю. І., Шегди А. В.]. – К. : Видавничо-поліграфічний центр “Київський університет”, 2007. – Вип. 14. – С. 75-82. – 0,58 д.а. *(Особистий внесок автора – досліджено вплив процентної ставки на промислове виробництво та сальдо бюджету – 0,29 д.а.)*.

10. Атаманчук З. А. Ризики прискореної демонетизації української економіки / З. А. Атаманчук, В. О. Шевчук // Соціально-економічні дослідження в перехідний період. Фінансово-економічні системи: трансформація та євроінтеграція : збірник наукових праць / НАН України. Інститут регіональних досліджень. – Львів, 2007. Вип. 1(63). – С. 76-84. – 0,54 д.а. *(Особистий внесок автора – досліджено чинники демонетизації національної економіки – 0,27 д.а.)*.

11. Атаманчук З. А. Особливості монетизації трансформаційних економік: теоретичні та емпіричні аргументи / З. А. Атаманчук // Вісник Львівської комерційної академії. – Львів : Видавництво ЛКА, 2009. – Вип. 32. – С. 33-44. – (Серія економічна). – 0,65 д.а.

В інших виданнях:

12. Мамедханова З. А. Тенденції грошово-кредитної політики в Україні / З. А. Мамедханова // Молода економіка : щомісячний економічний часопис. – Київ, 2003. – № 1. – С. 28-33. – 0,68 д.а.

13. Мамедханова З. А. Грошово-кредитна політика в Україні... Чи можливо пройти “по лезу” між двома небезпеками? / З. А. Мамедханова // Фінансово-кредитний механізм в умовах перехідної економіки. Проблеми та

перспективи розвитку банківської системи України : матеріали I Всеукр. наук. конф. з фінансового аналізу, 13-15 травня 2002 р. – Львів, 2002. – С. 8-9. – 0,16 д.а.

14. Мамедханова З. А. Грошово-кредитна політика в Україні в контексті світового досвіду / З. А. Мамедханова // Стан і проблеми трансформації фінансів та економіки регіонів у перехідний період : матеріали міжнар. наук.-практ. конф., 15 травня 2003 р. – Хмельницький : НВП “Еврика”, 2003. – С. 11-15. – 0,34 д.а.

15. Атаманчук З. А. Значення чинників впливу монетарної політики на економічне зростання / З. А. Атаманчук // Інтеграційні процеси та розвиток фінансової системи України : матеріали Всеукр. наук.-практ. конф., 29-30 листопада 2006 р. – Харків : ХНЕУ, 2006. – С. 134-137. – 0,30 д.а.

16. Атаманчук З. А. Проблеми монетизації національної економіки / З. А. Атаманчук // Фінансові механізми сталого економічного розвитку : матеріали міжнар. наук.-практ. конф., 18 травня 2007 р. – Харків : ХІБМ, 2007. – С. 142-145. – 0,29 д.а.

17. Атаманчук З. А. Перспективні шляхи підвищення якості монетарної політики / З. А. Атаманчук // Особливості інтеграції України у світовий економічний та політико-правовий простір : матеріали VI Всеукр. наук.-практ. конф. – Маріуполь : МДГУ, 2010. – С. 114-115. – 0,22 д.а.

АНОТАЦІЯ

Атаманчук З. А. Грошово-кредитне регулювання та його роль у забезпеченні рівноваги доходу та платіжного балансу держави. – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит. – Львівська державна фінансова академія, Львів, 2011.

Проведене дослідження присвячено проблемі ефективності грошово-кредитного регулювання як засобу досягнення макроекономічної рівноваги — доходу і платіжного балансу — в країнах колишнього Радянського Союзу, включно з Україною, та групі країн Центральної і Східної Європи та Балтії. На підставі предметного аналізу еволюції монетарних показників і узагальнення відомих теоретичних моделей розроблено підходи до пояснення ремонетизації перехідних економік, а на цій основі обґрунтовано пріоритети грошово-кредитної політики в Україні. За допомогою динамічної портфельної моделі з раціональними очікуваннями пояснено механізм поступового збільшення грошового “навісу” та його подальшої стрімкої ліквідації в контексті кризових явищ на фінансовому ринку. Запропоновано статистичну модель впливу монетизації економіки та пропозиції грошової маси на показники доходу і платіжного балансу, що пояснює послаблений зв’язок між грошовою масою та інфляцією супутнім впливом на торговельний баланс, а також підтверджує аргументи щодо залежності рівня монетизації від показників інфляції, сальдо бюджету, обмінного курсу, відкритості економіки та припливу капіталу. Здійснено аналіз впливу інтегральних показників якості монетарної політики, таких як індекс Heritage Foundation, на показники доходу і платіжного балансу;

обґрунтовано залежність показника монетизації економіки від реального обмінного курсу, принаймні під час досягнення макроекономічної рівноваги. Розроблено практичні рекомендації щодо формування грошово-кредитної політики НБУ.

Ключові слова: грошово-кредитна політика, динамічна портфельна модель, макроекономічна рівновага, монетизація економіки, інструменти грошово-кредитної політики, економічне зростання, пропозиція грошової маси, інфляція, сальдо бюджету, обмінний курс, відкритість економіки, потоки капіталу.

АННОТАЦІЯ

Атаманчук З. А. Денежно-кредитное регулирование и его роль в обеспечении равновесия дохода и платежного баланса страны. – Рукопись.

Диссертация на соискание научной степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.08 – деньги, финансы и кредит. – Львовская государственная финансовая академия, Львов, 2011.

Проведенное исследование посвящено проблеме эффективности денежно-кредитного регулирования как средства достижения макроекономического равновесия — дохода и платежного баланса — в странах бывшего Советского Союза, включительно с Украиной, и группе стран Центральной и Восточной Европы и Балтии. С помощью анализа эволюции монетарных показателей и обобщения известных теоретических моделей разработаны подходы к объяснению ремонетизации переходных экономик, а на этой основе обоснованы приоритетные направления денежно-кредитной политики в Украине, условия ее проведения, которые зависят от макроекономического положения — финансовой стабилизации, перехода к стабильному экономическому развитию, или антициклического регулирования для оптимизации двух целей: инфляции и дохода.

С помощью разработанной динамической портфельной модели с рациональными ожиданиями выяснен механизм постепенного увеличения избытка денежной массы и его последующей ликвидации в контексте кризисных явлений на финансовом рынке. Предложенная статистическая модель влияния монетизации экономики и предложения денежной массы на показатели дохода и платежного баланса позволила объяснить слабую связь между денежной массой и инфляцией побочным влиянием на торговый баланс, а также подтвердить теоретические аргументы о зависимости уровня монетизации от показателей инфляции, сальдо бюджета, обменного курса, открытости экономики и потоков капитала.

Изучено влияние интегральных показателей качества денежно-кредитной политики, таких как индекс Heritage Foundation, на показатели дохода и платежного баланса; обоснована зависимость показателя монетизации экономики от реального обменного курса как минимум во время достижения макроекономического равновесия. Внесены практические рекомендации для формирования денежно-кредитной политики НБУ. Кроме необходимости поддержания монетизации экономики на рассчитанном уровне, а также снижения ежегодных темпов роста денежной массы,

сосредоточенность усилий на борьбе с инфляцией и поддержкой равновесия платежного баланса, как это обосновано в исследовании, требует активного использования традиционных инструментов денежно-кредитного регулирования.

Ключевые слова: денежно-кредитная политика, динамическая портфельная модель, макроэкономическое равновесие, монетизация экономики, инструменты денежно-кредитной политики, экономический рост, предложение денежной массы, инфляция, сальдо бюджета, обменный курс, открытость экономики, потоки капитала.

ANNOTATION

Atamanchuk Z. Monetary regulation in attaining macroeconomic equilibrium of income and balance-of-payments. – Manuscript.

Thesis for the degree of candidate of sciences by speciality 08.00.08 – money, finance and credit. – Lviv state academy of finance, Lviv, 2011.

Effectiveness of monetary regulation as an instrumental tool of attaining macroeconomic equilibrium of income and balance-of-payments in the former Soviet Union countries, including Ukraine, and a group of the Central and East European (CEE) countries is explored. Based on the analysis of monetary developments and synthesis of well-known theoretical models, approaches for explaining of the remonetization of transition economies are elaborated, with a focus upon monetary policy issues in Ukraine. Within the theoretical framework of a dynamic portfolio model with rational expectations, the phenomenon of the so-called monetary hangover and its subsequent crisis-induced resolution are explained. The statistical model of monetization and money supply effects upon income and the balance-of-payments is proposed, explaining a weaker relationship between money and inflation by the trade balance leakages, as well as such determinants of monetization, as the budget balance, exchange rate, openness of the economy and capital flows. Macroeconomic effects of such integral measure of the quality of monetary policy, as the Heritage Foundation index, are estimated. The monetization-real exchange rate relationship is recommended as a useful guide for monetary policy during stabilization episodes. Applied policy recommendations for the NBU monetary policy are made.

Key words: monetary policy, dynamic portfolio model, macroeconomic equilibrium, monetization of the economy, monetary policy tools, economic growth, money supply, inflation, budget balance, exchange rate, openness of the economy, capital flows.