

**Юлія Володимирівна КОРНЕЄВА**

кандидат економічних наук,  
молодший науковий співробітник,  
Інститут міжнародних відносин  
Київського національного університету імені Тараса Шевченка  
м. Київ, вул. Мельникова 36/1, 04119, Україна  
E-mail: korneevaj@ukr.net  
Телефон: +380673936977

**ОСОБЛИВОСТІ СИСТЕМИ ГРОШОВО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛЮВАННЯ НА ТЕРЕНАХ СНД  
У ПРОЦЕСІ ПЕРЕХОДУ ДО РИНКОВОЇ ЕКОНОМІКИ**

Корнеєва, Ю. В. Особливості системи грошово-кредитного регулювання на теренах СНД у процесі переходу до ринкової економіки [Текст] / Юлія Володимирівна Корнеєва // Економічний аналіз : зб. наук. праць / Тернопільський національний економічний університет; редкол.: С. І. Шкарабан (голов. ред.) та ін. – Тернопіль: Видавничо-поліграфічний центр Тернопільського національного економічного університету «Економічна думка», 2013. – Том 13. – С. 79-87. – ISSN 1993-0259.

**Анотація**

*У статті досліджується ефективність системи грошово-кредитного регулювання у пострадянських країнах на основі аналізу механізму взаємодії монетарної та валютної політики. Увага зосереджується на особливих умовах роботи трансформаційних економік, а також досліджується їхній вплив на запровадження і функціонування монетарної політики. Вибір механізму взаємодії монетарної та валютної політики у контексті забезпечення ефективної системи макроекономічного регулювання проводиться на основі аналізу оптимального поєднання монетарної стратегії та валютного режиму. Механізм взаємодії монетарної та валютної політики, що ґрунтується на монетарній стратегії таргетування інфляції та гнучкому валютному режимі, є оптимальним для забезпечення успішного економічного розвитку перехідної економіки. Натомість проміжні варіанти, які поєднують у собі ознаки інфляційного та монетарного таргетування, можуть бути використані у короткостроковому періоді для стабілізації розбалансованих економічних систем.*

**Ключові слова:** монетарна політика, валютний режим, монетарна стратегія, монетарний режим таргетування інфляції, монетарне таргетування, режим таргетування валютного курсу.

**Юлія Владимировна КОРНЕЕВА**

**ОСОБЕННОСТИ СИСТЕМЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ НА  
ТЕРРИТОРИИ СНГ В ПРОЦЕССЕ ПЕРЕХОДА К РЫНОЧНОЙ ЭКОНОМИКЕ**

**Аннотация**

*В данной статье исследуется эффективность системы денежно-кредитного регулирования в постсоветских странах на основе анализа механизма взаимодействия монетарной и валютной политики. Внимание сосредоточено на особых условиях работы трансформационных экономик, а также исследуется их влияние на внедрение и функционирование монетарной политики. Выбор механизма взаимодействия монетарной и валютной политики в контексте обеспечения эффективной системы макроэкономического регулирования производится на основе анализа оптимального сочетания монетарной стратегии и валютного режима. Механизм взаимодействия монетарной и валютной политики, основанный на монетарной стратегии таргетирования инфляции и гибком валютном режиме, является оптимальным для обеспечения успешного экономического развития переходной экономики. Следует отметить, что промежуточные варианты, которые сочетают в себе признаки инфляционного и монетарного таргетирования, могут быть использованы в краткосрочном периоде для стабилизации разбалансированных экономических систем.*

**Ключевые слова:** монетарная политика, валютный режим, монетарная стратегия, монетарный режим таргетирования инфляции, монетарное таргетирование, таргетирование валютного курса.

---

## Yulia Volodymyrivna KORNIIEVA

PhD, Research Fellow,  
Institute of International Relations  
Kyiv National Taras Shevchenko University  
Melnykova str., 36/1, Kyiv 04119, Ukraine  
E-mail: korneevaj@ukr.net  
Phone: +380673936977

### FEATURES OF MONETARY REGULATION IN CIS COUNTRIES DURING TRANSITION

#### **Abstract**

*This article examines the effectiveness of the monetary control mechanism in post-Soviet countries by analyzing the interaction of monetary and exchange rate policy. Attention is paid to the special conditions of transitional economies; also their impact on the implementation and operation of monetary policy is under consideration. The article analyzes the choice of the optimal combination of monetary strategy and foreign exchange rate regime for implementing mechanism of interaction of monetary and exchange rate policy in the context of providing of an effective system of macroeconomic regulation. The mechanism of interaction of monetary and exchange rate policy based on the monetary strategy of inflation targeting and flexible exchange rate regime is optimal for successful economic development in transition economies. Instead, intermediate options that combine features of inflation targeting and monetary targeting can be used in the short term to stabilize the unbalanced economic systems.*

**Key words:** *monetary policy, exchange rate regime, monetary strategy, inflation targeting, monetary targeting, exchange rate targeting.*

#### **JEL Classification: E52**

**Вступ.** Однією з найголовніших проблем для пострадянських країн з перехідною економікою була відсутність досвіду у регулюванні новостворених валютних та фінансових ринків. Незважаючи на поступовий розвиток фінансових ринків та монетарних інструментів, перехідним економікам не вистачало відповідного інституціонального середовища для ефективного впровадження певної монетарної стратегії. Через специфічні трансформаційні умови для перехідної економіки не може використовуватися та сама стабілізаційна політика, що і для ринкової, оскільки вирішення таких короткострокових проблем, як інфляція, незбалансованість державного бюджету, безробіття, потребує негайних та одночасних дій з боку уряду.

Через брак довіри до центральних банків деякі з інструментів монетарної політики не могли використовуватися, а ті, що застосовувалися, не діяли ефективно для контролювання монетарної бази. Недостатній рівень розвитку грошово-кредитної сфери виявив себе після розпаду Радянського Союзу, коли стало зрозуміло, що відсутня ринкова конкуренція між комерційними банками, що ринок державних цінних паперів недорозвинений, а надійна система кредитування майже відсутня. Тож грошово-кредитна політика проводилася з урахуванням досвіду адміністративно-командної економіки, і відповідно, разом зі створенням валютного, фінансового ринків, не могла ефективно працювати в ринкових умовах.

**Метою** статті є аналіз ефективності роботи грошово-кредитної системи у країнах колишнього Радянського Союзу у процесі переходу до ринкової економіки, вибір оптимального механізму взаємодії монетарної та валютної політики, а саме – поєднання монетарної стратегії та валютного режиму у контексті забезпечення сталого економічного розвитку.

**Виклад основного матеріалу.** На початкових етапах трансформації перед країнами з перехідною економікою виникла проблема не лише розробити та застосувати ефективну монетарну політику, але й запровадити необхідні інструменти та створити інституції для цього. Головними напрямками у структурних реформах країн з перехідною економікою можна вважати запровадження монетарної політики, яка б базувалася на ринкових засадах, та розвиток ефективної банківської системи. Оскільки досвіду застосування ринкових інструментів монетарної політики у перехідних економіках фактично не було, на початкових етапах трансформації використовували лише окремі заходи монетарного контролю, запозичені ще з часів функціонування системи центрального планування та регулювання, коли пряме кредитування було основним фінансовим інструментом.

Д. Кауфман зазначає, що, незважаючи на те, що всі макроекономічні показники в нормі, тобто простежується зменшення дефіциту бюджету, зниження рівня інфляції та стабілізація валютного курсу, загальний рівень зростання транзитивних

економік є незадовільний. Як вважає вчений, головними проблемами у пострадянських країнах є брак лібералізації економіки на мікрорівні, надмірне оподаткування, неефективне регулювання виробничої та фінансової сфери та всюдишче хабарництво, які паралізують розвиток економічної діяльності [1, с. 2]. У більшості перехідних економік політики та бюрократи намагалися контролювати приватний сектор, встановлюючи численні адміністративні обмеження та регулятивні норми. Підвищуючи норми обов'язкових платежів, уряди намагаються поповнити бюджет країни, проте така політика призводить лише до зростання тіньового сектора економіки, оскільки підприємці ухиляються від сплати непомерних податків. Тож важливим чинником впливу на ефективність монетарної політики є інституційний, оскільки відбувається спотворення ринкових механізмів. Запроваджуючи ту чи іншу стабілізаційну політику, варто враховувати особливості тієї чи іншої економічної системи. Серед вітчизняних вчених аналізом диспропорцій у розвитку пострадянських країн займається Ю. Біленко. Він зазначає, що лібералізм в економічній сфері породжує монополізм при авторитарній політичній владі, а нерівновага на ринках праці та капіталу зумовлена інституційною складовою, зокрема директорським корпусом, який отримав свободу дій, агресивно та безконтрольно поглиблює деформації цих ринків з метою отримання надприбутків та створення олігархічних структур у промисловому, банківському, політичному середовищі (фінансово-політичні олігархії) [2, с. 89].

Проблеми, з якими зіткнулися економіки країн пострадянського простору на початку шляху трансформації, досить схожі, а саме: глибока макроекономічна незбалансованість, великий зовнішній борг, низький рівень валютних резервів; постійне зростання рівня цін; існування бюджетного дефіциту, який протягом тривалого періоду часу фінансувався за рахунок грошової емісії чи шляхом надлишкових зовнішніх позик; зростання частки імпорту, що погіршувало платіжний баланс країни і вело до знецінення національної валюти; недовіра населення до національної грошової одиниці, і, як наслідок, значна доларизація економіки; величезна залежність від радянського експорту й імпорту. Початковий спад у реальному виробництві, що супроводжується значною нестачею бюджетних коштів, призводив до акумулювання великих дефіцитів. Через те, що ринок капіталу країн з перехідною економікою недорозвинений, уряди певною мірою були змушені фінансувати дефіцит державного бюджету за рахунок нової емісії. Також вагомою проблемою, з якою зіткнулися усі перехідні економіки, була лібералізація внутрішніх цін одночасно з лібералізацією

зовнішньої торгівлі. Швидка лібералізація ринків у пострадянських країнах не призвела до припливу іноземних інвестицій через неправильну політику уряду на початкових етапах, задля стабілізації грошово-кредитного ринку корисною була б жорстка монетарна політика протягом короткострокового періоду на початкових етапах трансформації. Також необхідною була не девальвація національної грошової одиниці (як робилося у більшості випадків для підтримки конкурентоспроможності експортерів), а ревальвація національної грошової одиниці для підтримання платоспроможності населення і розвитку національного виробництва, орієнтованого на внутрішній ринок, також для залучення іноземних інвестицій. Тож важливим кроком була заміна нереалістичного офіційного валютного курсу на реальний ринковий курс. Як результат, стандартні макроекономічні моделі розвитку важко запроваджувати у такій ситуації.

На початкових етапах переходу на ринкові засади Дж. Брада визначає монетарну політику як таку, що проводилася у межах неортодоксальних стабілізаційних програм з використанням багатьох якорів [3, с. 17-18]. Однією з найважливіших частин трансформаційної стратегії для перехідних економік є запровадження нових інструментів монетарної політики, головною метою яких є розвиток ринково-орієнтованих або непрямих методів монетарного контролю. Однак швидкому пристосуванню непрямих інструментів монетарної політики заважала низка чинників, серед яких невідповідна інфраструктура фінансового ринку, слабкість банківського сектору та загальна макроекономічна незбалансованість. Економіка має бути досить реформованою для застосування непрямих інструментів монетарної політики, оскільки їх ефективність прямо залежить від ефективності організації банківської системи, фінансових інституцій та злагодженої роботи ринку капіталу. Різниця між прямими та непрямими методами монетарного контролю полягає у тому, що непрямі інструменти, такі, як зміна ставки рефінансування, облікової ставки, операції на відкритому ринку, зміна резервних вимог, застосовуються загалом для впливу на кредитні умови, прямі інструменти впливають на ціну та обсяги кредитування [4, с. 102]. Тож, зважаючи на те, що у перехідних економіках бракувало фінансових інституцій, які б працювали на ринкових засадах, та беручи до уваги нестабільне макроекономічне середовище, вважаємо, що процес запровадження непрямих методів монетарного контролю мав відбуватися поступово.

Дослідження процесу запровадження непрямих методів монетарного контролю в перехідних економіках засвідчує, що країни, більш ефективні у процесі переходу на ринкові засади, вже до кінця 1994 р. застосовували саме ринкові методи

---

монетарного регулювання. Згідно з дослідженням МВФ, найбільшого успіху у розвитку фінансових ринків та запровадженні ринкових інструментів монетарної політики протягом 1992-1997 рр. досягли такі пострадянські країни, як Казахстан та Росія; до країн з середнім рівнем розвитку ринкових інструментів належать Азербайджан, Білорусь, Вірменія, Казахстан, Молдова, Україна; і найгірші показники були у Азербайджану, Грузії, Таджикистану та Узбекистану [4, с. 104].

Фінансова криза, з якою зіткнулися країни у 1996-1997 рр., виявила слабкі місця у стабілізаційних програмах більшості країн ЦСЄ, серед яких Албанія, Болгарія, Естонія, Польща, Румунія, Угорщина, Україна, Хорватія, Чехія тощо. Фінансування дефіциту державного бюджету, нагромадження великої кількості невикористаних кредитів, наданих державою комерційним банкам, фінансування сільськогосподарського сектору та надання значних позик бізнесу у скрутних фінансових умовах посилює слабкість монетарної політики цих країн.

З метою придушення інфляції в цей час більшість країн застосовували жорстку монетарну політику, проте у кожному окремому випадку стабілізаційні програми працювали по-різному, оскільки валютні режими, інструменти та цілі монетарної політики значно відрізнялися. Для покращення ситуації, наприклад у Хорватії та Угорщині, проводили часткову стерилізацію припливу капіталу, Словенія контролювала рівень депозитів в іноземній валюті та активно застосовувала у якості інструменту регулювання ринку резервні вимоги комерційним банкам, у Росії та в Україні жорстка монетарна політика сприяла зниженню інфляції, у Росії, наприклад, ставка рефінансування Центробанку у вересні 1996 р. становила 80% [5]. Інтенсивність та тривалість інфляційних процесів протягом кризового періоду призвела до демонетизації та значного послаблення банківського сектору. Водночас низький рівень банківського посередництва значною мірою обмежує можливості економічного зростання, оскільки розвинена банківська система дозволяє ефективно розподіляти ресурси між галузями та стимулювати рівень інвестування у країні.

Проте помилки того часу можна списати на відсутність досвіду в застосуванні ринкових методів монетарного контролю. Проблеми у фіскальному секторі значно впливали на ефективність монетарної політики, а слабкість банківського сектору була однією з головних причин кризових явищ у країнах ЦСЄ протягом 1995-1998 рр. Хоча варто зазначити, що наявний на той період високий рівень доларизації та обмежена роль банківського посередництва у Балтійських країнах пом'якшили дестабілізуючий вплив кризи на макроекономічну ситуацію,

особливо характерна така ситуація для Латвії та Литви.

Під час аналізу ефективності грошово-кредитної системи регулювання окрему увагу варто звернути на вибір монетарної стратегії, яка ґрунтується на певному монетарному режимі. Уперше це поняття запропонував англійський економіст А. Лейонгфвуд, він увів нове поняття монетарного режиму і розробив модель його функціонування [6]. Основним питанням у виборі режиму монетарної політики є проміжний цільовий орієнтир. А. Гриценко визначає останній як показник, що контролюється центральним банком і має відносно стійку пряму залежність з основним цільовим орієнтиром [7]. Тож залежно від цілей, які ставить перед собою центральний банк, та економічної ситуації в країні, для здійснення монетарної політики останній обирає певну стратегію, яка передбачає запровадження конкретного монетарного режиму. Серед основних, які нині використовуються, можна виділити монетарний режим таргетування інфляції, монетарне таргетування та режим таргетування валютного курсу.

На початку 90-х років ХХ ст. вважалося, що найкращим є режим таргетування валютного курсу, який був поширений серед країн ЦСЄ. Забезпечення стабільності валютного курсу вважалося одним з головних пріоритетів під час проведення монетарної політики. Встановлення цільового обмінного курсу передбачає застосування фіксованого валютного режиму, а отже, запровадження фіксації національної валюти до валюти або кошику валют іноземних країн. До переваг цього режиму можна зарахувати стабільність обмінного курсу. Проте водночас центральний банк країни певною мірою втрачає контроль над національною монетарною політикою, оскільки за умови фіксованого курсу монетарна політика втрачає певну гнучкість. Також зростає ризик спекулятивних атак проти національної валюти. Вважалося, що саме така монетарна стратегія у поєднанні з фіксованою системою курсоутворення забезпечить стабільне функціонування економічної системи і не допустить кризи.

Проте на сучасному етапі провідні світові економісти дійшли висновку, що ці висновки є хибними. Можна погодитися, що монетарна стратегія таргетування валютного курсу може ефективно використовуватися у якості механізму подолання інфляції у країні. Щоправда для деяких країн використання обмінного курсу у якості номінального якоря монетарної політики є ускладнене певними обмеженнями, які є характерними для перехідної економіки (такі, як низький рівень офіційних валютних резервів, висока частка доходів від експорту у ВВП, значна залежність від імпорту тощо).

Деякі економісти пропонують використовувати поєднання режимів монетарного таргетування і таргетування інфляції, проте у цьому питанні думки розходяться. Актуальність режиму монетарного таргетування пояснюється тим, що оскільки у перехідних економіках інфляція часто має монетарний характер, значна кількість стабілізаційних програм ґрунтується на обмеженні приросту грошової маси. Ця стратегія спирається на кількісну теорію грошей, яка пов'язує теперішній рівень інфляції з минулим зростанням грошової маси. Відповідно до цієї теорії є стабільний довгостроковий попит на гроші в економіці, а грошові агрегати допомагають спрогнозувати інфляцію в середньостроковому періоді (керуючись тим, що зростання грошової маси у теперішньому визначає зростання цін у майбутньому). Крім того, стратегія не суперечить теорії очікувань, яка стверджує, що збільшення грошової маси стимулює інфляційні очікування і, відповідно, інфляцію. Однак для найкращого монетарного планування повинен існувати міцний взаємозв'язок між монетарними агрегатами та інфляцією [8, с. 23].

Стратегія монетарного таргетування набула поширення після розпаду Бреттон-Вудської системи фіксованих курсів у середині 70-х років ХХ ст.. І зовсім нещодавно її використовували центральні банки перехідних економік таких країн, як Албанія, Білорусія, Латвія, Литва, Росія, Словенія, Хорватія тощо. Проте ще недостатньо вивчені фактори, котрі визначають динаміку швидкості обігу грошей, тому не можна із впевненістю говорити про постійну і незмінну функцію попиту на гроші. Тож через значні коливання швидкості обертання грошей взаємозв'язок між встановленням цільових монетарних показників та інфляцією залишається слабким, і тому монетарне таргетування не є досить ефективним. Саме тому центральні банки країн з розвинутою економікою у 90-х роках відмовилися застосовувати стратегію монетарного таргетування у чистому вигляді. Однак для країн з перехідною економікою ця стратегія може бути досить корисною, бо в таких країнах приріст грошової маси, який міцно пов'язаний з монетизацією бюджетного дефіциту, спричиняє інфляцію. З огляду на це, на думку Д. Криворотова, жорсткий контроль над приростом грошової маси є необхідним для проведення ефективної монетарної політики для перехідних економічних систем [8, с. 26].

Проте інші економісти схиляються до думки, що найкращою монетарною стратегією є таргетування інфляції. Дж. Дін зазначає, що «...інфляція, надто низька чи висока (особливо дефляція), може бути перепорою зростанню, збільшити безробіття та загрожувати стабільності фінансового та валютного ринків. Таким чином,

утримання інфляції на керованому рівні повинно стати основною ціллю центрального банку...» [9].

Ф. Мишкін виділяє п'ять основних елементів монетарної стратегії таргетування інфляції, які роблять таку політику оптимальною для розвинутої ринкової економіки: анонсування середньострокових цільових інфляційних орієнтирів; забезпечення цінової стабільності як провідної цілі монетарної політики; високий ступінь довіри суспільства до запровадженої монетарної політики внаслідок зростаючого ступеня прозорості у відносинах між урядовцями та суспільством; зростаючий ступінь відповідальності центральних банків у питанні досягнення цільових орієнтирів; зростаючий ступінь зваженості у прийнятті важливих рішень урядовцями, на підставі аналізу багатьох змінних, а не лише монетарних агрегатів чи валютного курсу [10].

З розвитком ринкової економічної системи перед перехідними економіками постала дуже серйозна проблема – інфляція. Варто зазначити, що для країн колишнього Радянського Союзу значною проблемою у подоланні інфляції на початкових етапах трансформації було те, що Росія, маючи режим гнучкого валютного курсу, не встановила відповідний монетарний режим, який би контролював рівень інфляції у країні (йдеться про монетарну стратегію таргетування інфляції). І, як наслідок, вона не лише постраждала від значної інфляції сама, але, надаючи кредити у рублях центральним банкам країн колишнього Радянського Союзу, сприяла поширенню інфляції у цих країнах.

У пострадянських країнах дотримувалися класичного підходу щодо визначення природи таких процесів у країні, інфляцію розглядали винятково з позиції зростання грошової маси, яка виникає через надмірну емісію центрального банку. Відповідно, боролися з нею винятково шляхом адміністративного скорочення емісії. А жорстоке обмеження приросту грошової маси погано впливало на стан економіки країни загалом, ще більше поглиблюючи економічну кризу, знижувався рівень виробництва і купівельна спроможність населення, зростало безробіття, дефіцит державного бюджету, рівень зовнішньої заборгованості тощо. Тож проблему треба було вирішувати іншими шляхами. Дослідження А. Гоша свідчать, що у довгостроковому періоді витрати на досягнення низького рівня інфляції в країні такими методами перевищать тимчасові переваги та вигоди від зниження інфляції, оскільки необхідно працювати не на досягнення певного рівня інфляції у короткостроковому періоді, а проводити глобальні структурні перебудови у фінансовій та виробничій сфері, що дасть змогу притримувати інфляцію на низькому рівні без значних витрат на це [11]. Дослідник інфляційних процесів у період ринкової

трансформації в Україні О. Мельник зазначає, що антиінфляційною політикою, яка ґрунтується на грошово-кредитному елементі, без запровадження заходів в інших сферах перехідної економіки, інфляцію не подолати. Такий інструмент антиінфляційної політики, як значне зростання відсоткових ставок, призведе не лише до зниження інфляції на певний період часу, але й ініціюватиме глибокий спад економічної діяльності в країні. Якщо для зниження її рівня застосовуватимуться лише такі засоби, то, як наслідок, нова інфляційна хвиля неминуча, оскільки в перехідній економіці діють потужні фінансові, структурно-відтворювальні, зовнішні та інші чинники, проти яких лише монетарна політика безсила [12]. Тож для успішного проведення стратегії таргетування інфляції невід'ємною складовою є також проведення відповідної фіскальної, валютної політики та політики збалансування державного бюджету.

Країни обирали різні монетарні стратегії, більш успішні у процесі трансформації на початкових

етапах застосовували стратегію монетарного таргетування. Проте саме стабільність грошової одиниці була пріоритетною для перехідних економік на початкових етапах трансформації, а в деяких випадках залишається головною і до нині. Тобто в більшості пострадянських країн діяв монетарний режим таргетування валютного курсу, а не таргетування інфляції, як це простежується у розвинених країнах світу.

На основі проведеного теоретичного дослідження різних монетарних стратегій, які використовуються у розвинених ринкових системах, було розроблено схему, яка поєднує в собі різні комбінації певних монетарних стратегій та валютних режимів, на підставі якої можна проаналізувати ефективність механізму взаємодії монетарної та валютної політики в перехідній економічній системі. Нижче наведено табл. 1, яка висвітлює ефективність взаємодії певної монетарної стратегії з двома основними режимами валютного курсу – гнучким та фіксованим в умовах трансформаційної економіки.

**Таблиця 1. Взаємодія різних видів монетарної стратегії з основними валютними режимами**

Монетарний режим/ Валютний режим	Гнучкий валютний режим	Фіксований валютний режим
Таргетування інфляції	Ця монетарна стратегія передбачає встановлення гнучкого валютного режиму, що є необхідним для ефективної роботи монетарної політики, тож таке поєднання є бажаним для країн з ринковою чи перехідною економікою	Поєднання такої монетарної стратегії з фіксованим валютним режимом неефективне, оскільки фіксований курс значною мірою обмежує гнучкість монетарної політики. Крім того, фіксований режим потребує встановлення таргетування обмінного курсу (можливо лише у короткостроковому періоді)
Монетарне таргетування	Таке поєднання можливе, проте бажано не використовувати монетарне таргетування у чистому вигляді, а поєднувати його з таргетуванням інфляції (для подолання інфляції внаслідок курсових коливань)	Ці режими несумісні, оскільки підтримка фіксованого курсу на певному рівні потребує значних змін грошової маси
Таргетування обмінного курсу	Ці режими несумісні, оскільки монетарний режим таргетування обмінного курсу передбачає встановлення певного цільового орієнту валютного курсу, а отже, гнучкий валютний режим неприйнятний	Така монетарна стратегія передбачає запровадження фіксованого режиму, але варто пам'ятати, що таку політику доцільно використовувати лише на початкових етапах трансформації, бо згодом вона може призвести до значної інфляційної хвилі

*Примітка: складено автором.*

Використання режиму таргетування інфляції стало особливо популярним протягом останнього десятиріччя, і однією з важливих переваг цієї системи є те, що суспільство може контролювати досягнення поставлених цілей, а це посилює

довіру людей до банківської системи та до дій уряду загалом. Система також передбачає запровадження гнучкого валютного режиму, що також позитивно впливає на здатність країни протистояти зовнішнім шокам. Головною ж

перепону для ефективного використання стратегії таргетування інфляції є те, що центральний банк не може безпосередньо контролювати рівень цін у країні, а отже, є певний часовий лаг між заходами монетарної політики та їх впливом на рівень інфляції.

Тож можна зробити висновок, що стратегія таргетування обмінного курсу передбачає встановлення фіксованого валютного режиму, а для ефективно роботи стратегії монетарного таргетування або таргетування інфляції необхідним є використання гнучкого курсоутворення. І якщо запроваджується валютний режим, який не відповідає потребам монетарної політики, не можна говорити про ефективність та злагодженість у роботі валютної та монетарної сфери. Наприклад, на початковому етапі трансформації уряд Росії обрав режим гнучкого курсоутворення і при цьому зовсім не контролював рівень інфляції, що призвело до значної і тривалої інфляційної хвилі в країні.

На ефективність стабілізаційних заходів монетарної політики значною мірою впливає валютний режим, який фактично діє у країні. Політика монетарної експансії, що проводилася за умов існування фактично фіксованого валютного режиму, призводила до інфляційного вибуху у країні. Це була помилка багатьох країн з перехідною економікою. Загалом для всіх перехідних економік на початкових етапах трансформації характерним є так званий феномен «страху плаваючого курсу» (fear of floating). Досліджували це питання Г. Кальво та К. Рейнхарт. Вони говорили про те, що уряди країн з перехідною економікою бояться застосовувати плаваючий валютний курс через його значний вплив на зовнішню торгівлю та інфляцію. І дуже часто центральні банки юридично оголошували режим плаваючого валютного курсу, а фактично в країні була фіксована система, і Румунія, Словаччина, Словенія, Угорщина, Україна, Хорватія, Чехія – яскраві приклади таких країн [13]. Тож уряди не ризикували встановлювати режим плаваючого валютного курсу, очікуючи на значну інфляцію. І тому для її придушення були застосовані режими фіксованого валютного курсу чи керованого плавання (з дуже незначною амплітудою коливання валютних курсів). Це значно обмежувало застосування монетарних інструментів, оскільки за фіксованих курсів монетарна політика втрачає свою гнучкість. А валютний курс перетворюється на своєрідний «якір» економіки. Однак варто зазначити, що використання валютного курсу у якості якоря для боротьби з інфляцією не завжди відбувається без проблем, оскільки рівень інфляції не впаде відразу до рівня торговельних партнерів.

Політика монетарної експансії корисна за умови плаваючого валютного режиму, а не фіксованого. А обмежувальна монетарна політика

має позитивні наслідки за умови обмеження бюджетних видатків та в режимі фіксованого валютного курсу, оскільки у цьому випадку плаваючий курс знівелював би дію монетарної політики. Проте варто пам'ятати, що фіксовані валютні режими можна застосовувати лише у короткостроковому періоді, на початку трансформації на ринкові засади, а згодом переходити на систему гнучкішого курсоутворення. Зростати реальні валютні курси у країні з перехідною економікою мають лише тоді, коли будуть підвищуватися реальні доходи економіки й продуктивність виробництва загалом. Тож можна зробити висновок, що у режимі плаваючого валютного курсу монетарна політика більш гнучка та ефективна в перехідній економіці і тому може сприяти покращенню загального економічного зростання в країні, а саме - впливати на зростання ВВП та збалансовувати рівень внутрішніх цін. Плаваючий валютний режим у країнах з перехідною економікою дає можливість скоротити дефіцит платіжного балансу, залучити нові інвестиції, розширити експорт тощо, тобто значно сприяє економічному зростанню країни. Проте водночас негативним наслідком упровадження такого режиму є можливість виникнення чи прискорення інфляції або девальвації національної грошової одиниці.

**Висновки.** У класичних теоріях монетарна політика покликана забезпечити цінову стабільність у країні. І якщо головної мети не досягнуто, наслідком є призупинення зростання економіки загалом і зростання безробіття зокрема. Проте функції монетарної політики не полягають винятково у збільшенні рівня короткострокової відсоткової ставки для запобігання потенційній інфляції. Якщо говорити загалом, то в умовах зростання ризику щодо зростання останньої має проводитися більш жорстка монетарна політика, а за умов послаблення очікувань інфляційної хвилі, відповідно, більш м'яка. І монетарна політика, що спрямована лише на досягнення певного рівня економічного зростання, проте не враховує інфляційних очікувань, в кінцевому підсумку буде неефективною.

Для країн особливо важким виявився початковий період переходу на ринкові засади, який затягнувся аж до середини, а для деяких країн – і до кінця 1990-х років. На початкових етапах стабілізації уряди новоутворених країн фактично встановлювали фіксовані режими валютних курсів. А стрімке нарощення грошової маси для фінансування дефіциту державного бюджету створювало додатковий інфляційний тиск. Підтримка фіксованого курсу національної валюти виснажувала офіційні валютні резерви, а придушення грошової маси адміністративними методами знизило купівельну спроможність населення. Проте, на жаль, деякі країни пострадянського простору не звернули увагу на

негативний досвід такого регулювання економіки, не відмовилися від практики використання фіксованих валютних режимів для забезпечення макроекономічної стабілізації, однак ця система дає підстави для створення видимості стабілізації у короткостроковому періоді, а у довгостроковому періоді призводить до виникнення значної внутрішньої та зовнішньої розбалансованості.

Тож можна зробити висновок, що механізм взаємодії монетарної та валютної політики, що ґрунтується на системі фіксованих валютних курсів та монетарній стратегії таргетування інфляції, є неефективним через те, що фіксовані валютні режими обмежують незалежність монетарної політики, це створює передумови для

припливів капіталів та не дозволяє протистояти зовнішнім шокам, що спричинює значне макроекономічне розбалансування та перегрів економіки, а отже, створює умови для подальшого поглиблення кризового стану. Механізм взаємодії монетарної та валютної політики, який ґрунтується на монетарній стратегії таргетування інфляції та гнучкому валютному режимі, є оптимальним для забезпечення успішного економічного розвитку перехідної економіки. Натомість проміжні варіанти, які поєднують у собі ознаки інфляційного та монетарного таргетування, можуть бути використані у короткостроковому періоді для стабілізації розбалансованих економічних систем.

### Список літератури

1. Кауфманн, Д. Чому економіка України та Росії не зростають? [Електронний ресурс] / Даніель Кауфманн // Звіт Світового Банку щодо перехідних економік. – 1997. – Режим доступу : <http://www.worldbank.org/wbi/governance>.
2. Біленко, Ю. І. Сучасні проблеми економічного розвитку країн центральної та східної Європи [Текст] / Юрій Іванович Біленко // Міжнародні відносини: політичні, правові, економічні, лінгвокраїнознавчі аспекти : звіт на наук. конф. факультету міжн. відносин, 8–9 лют. 2011 р. : збірник матеріалів. – Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2011. – С. 88–90.
3. Брада, Дж. Монетарна політика в країнах з перехідною економікою: спрацює чи встановлення цільового рівня інфляції [Електронний ресурс] / Джозеф К. Брада, Али М. Кутан // Трансформація. – 1999. – № 2. – С. 17–18. – Режим доступу : <http://www.icps.kiev.ua/publications.htm>.
4. Монетарний та фіскальний сектор у трансформаційних економіках [Електронний ресурс] // Звіт МВФ. – 1997. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1097/pdf/octweo05.pdf>.
5. Статистичні дані Міжнародного валютного фонду [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.imf.org/statistics>.
6. Лейонхуфвуд, А. Конституційні обмеження монетарної влади уряду [Текст] / А. Лейонхуфвуд // Конституційна економіка. – Mass : Lexington Books. – Р. 95.
7. Гриценко, А. Монетарна стратегія: шлях до ефективної грошово-кредитної політики [Текст] / Анатолій Гриценко, Тетяна Кричевська // Вісник НБУ. – 2011. – №11. – С. 8–17.
8. Криворотов, Д. Монетарное таргетирование [Електронний ресурс] / Дмитрий Криворотов // Банковский вестник Республики Беларусь. – 2002. – № 11. – С. 22–26. – Режим доступу до журн. : <http://www.nbrb.by/bv/narch/216/4.pdf>.
9. Дін, Дж. Монетарна політика у країнах з розвинутою економікою та перехідних економіках : ілюстрації з Канади, Польщі та України [Електронний ресурс] / Джеймс В. Дін // Центр інформаційних та соціальних програм. – Режим доступу : <http://www.cisp.org.ua>.
10. Мишкін, Ф. Інфляційне таргетування у країнах, що розвиваються [Електронний ресурс] / Фредерік С. Мишкін // Національне Бюро Економічних Досліджень. – 2000. – WP7618. – 14 р. – Режим доступу : <http://www.nber.org/papers/w7618.pdf>.
11. Гош, А. Інфляція у перехідних економіках: Рівень та причини [Текст] / Атіш Гош // МВФ робочі документи. – 1997. – № 97/80. – Режим доступу : <http://www.imf.org>.
12. Мельник, О. М. Інфляція в період трансформації економічної системи України : автореф. дис. на здобуття наук. ступеня канд. екон. наук : спец. 08.05.01 «Світове господарство і міжнародні економічні відносини» [Текст] / О. М. Мельник. – К., 2002. – 31 с.
13. Кальво, Г. Страх перед впровадженням плаваючих курсів [Текст] / Грегорі Кальво // НБЕД робочий документ. – Кембрідж : Національне Бюро Економічних Досліджень, 2000. – № 7993. – 43 р.

### References

1. Kaufmann, D. (1997). *Why is Ukraine's Economy – and Russia's – not growing*. The World Bank Transition Review.
2. Bilenko, Y. I. (2011). *The modern problems of the Development of CEU Countries [Suchasni problemy ekonomichnoho rozvytku krain tcentralnoi ta skhidnoi Yevropy]*. Lviv: Lviv National Ivan Franko University.
3. Brada, J. (1999). *Monetary policy in transition economies: will work a setting of the inflation target? [Monetarnaia politika v stranach s perekhodnoi ekonomikoi: srobotayet li ustanovlenie tselevoho urovnia inflitsii]*. Transformation.



- 
4. IMF World Economic Outlook, (1997). *Monetary and Financial Sector Policies in Transition Countries*. IMF Report.
  5. IMF Statistical Data.
  6. Leijonhufvud, A. *Constitutional Constraints on the Monetary Powers of Government*. Mass : Lexington Books.
  7. Hrytsenko, A. (2011). *Monetary strategy: a way to the effective monetary policy [Monetarna strategija: shliakh do efektyvnoi hroshovo-kredytnoi polityky]*. Kyiv: Visnyk NBU.
  8. Kryvorotov, D. (2002). *Monetary targeting [Monetarne targetuvannia]*. Minsk: Bankovski visnyk.
  9. Din, J. (2000). *Monetary policy in developed economies and emerging economies: illustrations from Canada, Poland and Ukraine [Monetarna polituka u krainakh z rozvynutoiu ekonomikoju ta perekhidnykh ekonomikakh : iliustratsii z Kanady, Polshchi ta Ukrainy]*. Center for Information and Social Programs.
  10. Mishkin, F. (2000). *Inflation targeting in emerging market countries*. National Bureau of Economic Research.
  11. Ghosh, A. (1997). *Inflation in Transition Economies: How Much? And Why?* IMF Working Paper.
  12. Melnyk, O. (2002). *Inflation during the transformation of the economic system of Ukraine [Inflatsiia v period transformatsii ekonomichnoi syttemy Ukrainy]*. Kyiv.
  13. Calvo, G. (2000). *Fear of Floating*. NBER Working Paper.

**Стаття надійшла до редакції 05.04.2013 р.**