

# ІНСТИТУЦІОНАЛЬНІ ПРОБЛЕМИ ЕКОНОМІЧНОГО РОЗВИТКУ

---

УДК 339.7+336.7

**С.А.Буковинський**, канд. екон. наук  
Інститут економіки та прогнозування НАН України  
**О.Л.Яременко**, д-р екон. наук  
Інститут економіки та прогнозування НАН України

## ГЛОБАЛЬНА ФІНАНСОВА НЕСТАБІЛЬНІСТЬ: ІНСТИТУЦІЙНІ РИЗИКИ ДЛЯ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ УКРАЇНИ

*Розглянуто вплив глобальної фінансової нестабільності на інституційне середовище грошово-кредитної політики України. Доведено, що необхідність виконувати конституційні функції примушує центральні банки поширювати свою компетенцію на суміжні зони фінансового ринку, що створює додаткові ризики і витрати для грошово-кредитної політики.*

Криза 2008–2009 років стала початком процесу погіршення якості співпраці основних учасників глобальної системи. За багатьма ознаками глобалізація як стан фундаментального зсуву наближається до фази глибокого інституційного переформатування. Про це свідчать не лише дефіцит продовольства, води й енергоресурсів, а і дефіцит глобальних правил і норм, довіри, конфлікти на транснаціональному і міждержавному рівнях з приводу умов торгівлі, руху капіталу, обмінних курсів, які розгортаються на тлі широкого спектра кризових явищ. Порушується традиційне розмежування повноважень і відповідальності різних за сферою функціонування інституцій, дедалі частіше виникають зони перехрещення або, навпаки, мертві зони, не охоплені чіткими правилами і заборонами. Наочним проявом такого порушення можуть бути постійні намагання МВФ розширити свої повноваження у світових фінансах до рівня контролю за бюджетним процесом у суверенних (поки ще) державах. Але оскільки при цьому не йдеться про таке саме поширення відповідальності МВФ, то в разі реалізації такі заходи призводитимуть до конфліктів і погіршення якості кооперації у світовому масштабі.

Постає питання про необхідність активнішого втручання центральних банків у такі функціональні сегменти фінансового ринку, як нерухомість, фінансове посередництво, діяльність хедж-фондів, обіг складних фінансових інструментів. У країнах Єврозони на порядок денний поставлено скорочення повноважень національних регуляторних органів та їх збільшення на користь наднаціональних органів<sup>1</sup>. Почався процес забезпечення кож-

---

<sup>1</sup> Як зазначає С.Науменкова, для сучасної регуляторної практики у фінансовому просторі Єврозони характерне різке обмеження зони регуляторного впливу на національному рівні внаслідок пріоритетності рішень нових загальноєвропейських регуляторів над рішеннями національних наглядових органів. Див.: Науменкова С. Нові тенденції в механізмі регулювання фінансового сектору // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 12. – С. 5.

ної нової проблемної зони фінансового ринку відповідним регулятивним органом.

Сьогодні національна монетарна влада має враховувати, що грошово-кредитна політика (ГКП) формується і реалізується в більш невизначеному і конфліктному середовищі, ніж це було в докризовий період.

Основою формування і реалізації грошово-кредитної політики є врахування й актуальна інтерпретація головної конституційної функції Національного банку – досягнення стабільності грошової одиниці через забезпечення цінової стабільності у країні. Об'єктивні показники свідчать, що грошово-кредитна система України 2011 року перебувала у фазі більш-менш сталого розвитку, але на тлі суттєвих макроекономічних диспропорцій, накопичених у попередній період. Тенденції розвитку формувалися в умовах помірних темпів економічного зростання, уповільнення цінової динаміки споживчого ринку і погіршення платіжного балансу.

Загальний рівень споживчих цін упродовж 2011 року підвищився на 4,6%, що є найнижчим значенням за останні дев'ять років. Зниження інфляції на тлі стабільності обмінного курсу гривні можна розцінювати як головний результат грошово-кредитної політики. Темпи приросту монетарних агрегатів були низькими і значно поступалися відповідним показникам попереднього року, а їх динаміка визначалася, переважно, коливаннями попиту і пропозиції на валютному ринку і рухом коштів на урядових рахунках.

Зростання депозитів, яке супроводжувалося помірною динамікою готівки, сприятливо позначилося на структурі грошової маси. Відбулося зростання грошового мультиплікатора. Темпи зростання залишків за кредитами значно перевищили значення попереднього року, проте були на порядок нижчими, ніж у передкризовий період. Основним каналом емісії (за чистими залишками) за підсумками 2011 року була купівля Національним банком України державних цінних паперів. Паралельно з цим Національним банком було продано значні обсяги іноземної валюти, що мало стерилізаційний ефект і позначилося на зростанні вартості коштів. Упродовж 2011 року монетарна база збільшилася на 6,3% (попереднього року – на 15,8%). Різноспрямований вплив на її динаміку справили інтервенції НБУ на валютному ринку і рух коштів на урядових рахунках.

Стримуючий ефект зростання споживчих цін мала конвертація коштів населення в готівкову іноземну валюту. За підсумками 2011 року, перевищення купівлі над продажем валюти в еквіваленті склало 13,4 млрд дол. США, як наслідок споживчий ринок "утратив" понад 107 млрд грн платоспроможного попиту. Таким чином було нівельовано інфляційний потенціал зростання доходів громадян (у січні – вересні 2011 року порівняно з відповідним періодом попереднього року реальний дохід зріс на 7,5%). Водночас значний попит на іноземну валюту свідчить, що рівень девальваційних та інфляційних очікувань залишається високим.

Загалом можна зробити висновок, що 2011 року Національний банк знайшов баланс між адекватними невідкладними діями, спрямованими на підтримку рівноваги попиту і пропозиції на грошово-кредитному ринку, і загальною орієнтацією ринку на стратегічні цілі.

Водночас макроекономічне і фінансове середовище грошово-кредитної політики залишалось складним, динамічним і зберігало ознаки суттєвих диспропорцій. З огляду на швидку експортну експансію Китаю і стан внутрішнього споживчого й інвестиційного попиту, велику стурбованість викликають перспективи зайнятості. Зовнішній борг країни сягнув

123 млрд дол. (понад 75% від ВВП), що свідчить про накопичення значного кредитного і валютного ризику. Обсяг короткострокового зовнішнього боргу на кінець третього кварталу 2011 року склав 52 млрд дол., а рівень його покриття міжнародними резервами впав до 67%. Залишається значна залежність економічного зростання від експорту продукції металургійної та хімічної галузей.

Паралельно з цим підсилюються ознаки невизначеності глобального економічного і фінансового середовища. Міжнародний валютний фонд неодноразово переглядав оцінки перспектив розвитку світової економіки 2012 року в бік їх погіршення. Латентний протекціонізм у світовій торгівлі іноді змінюється відвертими торговими війнами.

Намагаючись зрозуміти, чому 2011-й закінчився набагато гірше у сприйнятті урядів, корпорацій і домогосподарств, ніж починався, Міжнародний валютний фонд вустами О.Бланшара констатує, що сприйняття ситуації інвесторами часто погіршувалося після того, як учасники зустрічей на найвищому рівні обіцяли розв'язати проблему, але зупинилися на півдорозі, або коли оголошені з помпою плани виявлялися недостатніми або нездійсненними. Такі невдалі спроби домовитися виявляли обмежені можливості політики – довіри внаслідок інституційної деструкції впала нижче критичного рівня. Інвестори не могли бути впевненими, але припустили, що учасники вживуть необхідних заходів. Широко освітлювані спроби домовитися зробили очевидною неможливість реалізації таких заходів у повному обсязі, принаймні, на тому етапі<sup>2</sup>.

Така відверта характеристика сьогоденного бачення стану світової системи як невизначеного свідчить про серйозні зсуви в концептуальних підвалинах діяльності одного з головних міжнародних інститутів. Адже саме МВФ є одним із головних відповідальних за оптимальне зняття невизначеності у глобальному монетарному і фінансовому середовищі. Якщо і ця інституція не знає, як подолати невпевненість держав і центральних банків щодо шляхів відновлення довіри і стабільності, то постає питання про доцільність її подальшого функціонування в нинішньому вигляді.

За підвищеної невизначеності соціально-економічного середовища умовою виживання суб'єктів стає пошук або формування локальних зон порядку. Ринкова компетентність суб'єктів утрачає роль головної умови доступу до економічних ресурсів. Основним чинником руху ресурсів стає сила і влада. Орієнтована на глобальний простір стратегія співпраці та конструктивної конкуренції поступається місцем тактиці захисту або захоплення. Нестабільність світової економіки сприяє активному перерозподілу ресурсів і економічної влади. Поспіхом зроблені інституційні конструкції на кшталт тих, що запропонувала "велика двадцятка", можуть лише санкціонувати *post factum* дії головних гравців глобального покеру.

Перерозподілу економічної влади сприяє тенденція поширення безінституційних зон, інституційних пасток і розривів. Це створює негативні передумови для актуалізації значення інституційного виміру функціонування і розвитку господарчих систем. Саме дефіцит легітимного порядку підвищує попит на загальноприйняті правила і норми розв'язання конфліктів. Тому сьогодні центр ваги подій змістився в інституційну сферу, свідченням чого є криза глобальних інституційних утворень (наявна криза ЄС,

<sup>2</sup> Див.: Бланшар О. Озираючись на пройдений 2011 рік: чотири суворі істини // <http://www.imf.org/external/russian/np/blog/2011/122111r.pdf>.

прихована криза МВФ, розрив між претензіями на глобальну економічну владу США і дефіцитом економічних ресурсів).

Криза Європейського Союзу обумовлена тим, що його сучасний інституційний устрій є втіленням принципу *колекції*, тобто зібрання схожих за зовнішніми ознаками національних інституційних утворень на тлі відносно слабкої ролі критерію функціональної доцільності. Особливо яскраво цей принцип проявився в останніх хвилях поширення об'єднаної Європи за рахунок східноєвропейських, балтійських і балканських країн. Бути експонатом цієї колекції для одних країн престижно, для інших – вигідно, але для самого колекціонера – це ще й важкий тягар, і не лише фінансовий. Недостатньо розвинена функціональна єдність країн могла б бути компенсована їх інституційною і структурною комплементарністю, але необхідність уніфікації позбавляє об'єднану Європу можливості вибору такої стратегії інституційного розвитку.

Грецька криза – це не криза Греції, а криза принципу інституційної колекції. Греція виявилася для об'єднаної Європи зайвою з функціональної точки зору, але без неї європейська колекція буде вже не повною. Невипадково, що інституційна слабкість Євросоюзу наочно проявилася в умовах посилення впливу невідконтрольованих чинників ззовні, включаючи глобальну конкуренцію і ризики. Низька функціональна ефективність ЄС примушує його учасників шукати альтернативи за межами європейської солідарності та дисципліни. Це знижує довіру всередині ЄС і може поступово привести до переорієнтації вектора довіри на зовнішній простір, за межі європейських інститутів. Вихід із кризи можливий через відновлення ролі принципу функціональної доцільності, але не вдаючись до методів хірургічного втручання це буде дуже важко зробити.

Про фундаментальну невизначеність перспектив глобального розвитку свідчить і так званий крах Вашингтонського консенсусу, про який 2011 року почали говорити не лише експерти, а й офіційні представники МВФ. Це викликає занепокоєння з огляду на те, що принципи Вашингтонського консенсусу понад 20 років були орієнтиром для багатьох країн, які встали на шлях ринкової трансформації, в тому числі для України. Сьогодні виникає питання: задля чого країна пішла на такі соціальні втрати і жертви в 1990-і роки? Чи можна і чи треба виправити ті помилки, які було припущено під впливом цих принципів?

Перш ніж оцінювати тезу щодо "краху Вашингтонського консенсусу", про який заявив Міжнародний валютний фонд, має сенс звернути увагу на глибоку сучасну інституційну кризу самого МВФ. Майже 70-річна історія МВФ не могла обійтися без зламу і деформації інституційних конструкцій, у тому числі в неясній, тобто найнебезпечнішій формі.

По-перше, МВФ переживає неминучий етап "паркінсоніанської" неадекватності великої бюрократичної структури, в якій фактор лояльності та ієрархічної відповідності переміг, нарешті, фактор професійної компетентності, про що свідчать дані останнього внутрішнього аудиту МВФ.

По-друге, збільшуватиметься розрив між формальним розподілом повноважень і відповідальності, з одного боку, та їх реальним наповненням ресурсами і фінансовою владою – з іншого. Джерело рішень і джерело ресурсів дедалі більше не збігаються.

По-третє, концептуальні підходи МВФ суперечать реальності, тому що стандартна модель його дій розрахована на недопущення/нейтралізацію поточних шоків і флуктуацій, обумовлених недостатнім розвитком або недосконалістю ринків, а сьогодні істотні події фінансової системи

дедалі частіше відбивають фундаментальний процес перерозподілу ресурсів і влади у глобальній економіці. Усвідомлюючи це, Міжнародний валютний фонд починає косметичні реформи, демонстративно відмовляючись від старих гасел, але намагаючись на певний час зберегти звичні практики.

Замислимося, а чи має Україна слідувати таким косметичним змінам? Прихованою підставою сучасного ставлення до Вашингтонського консенсусу є ігнорування його інституційного змісту та історичного сенсу. На зламі 80–90-х років ХХ століття дестабілізація недостатньо саморегульованих економік країн-позичальників мала бути подоланою за допомоги їх інституційного, фінансового і макроекономічного впорядкування. Без цього зовнішнє кредитування поглиблювало їх незбалансованість. Треба було зробити їх адекватнішими сучасному фінансовому середовищу, що збіглося з напрямом ендегенних інституційних змін.

Як ідеологічна конструкція Вашингтонський консенсус відображав пострадянський тренд до обмеження компетенції держави в суспільних справах за рахунок активізації людського капіталу, використання потенціалу індивідуалізму, особистої ініціативи і відповідальності.

Вашингтонський консенсус мав свої сильні та слабкі риси. Сильною рисою була його відносна простота й операційність, він був зрозумілим, відповідав принципам можливостей держави і прагненням суспільства. Слабкими рисами була надмірна жорстка уніфікованість, яка іноді набувала вигляду детально регламентованого ритуалу, демонстративне нехтування соціальними витратами і втратами.

Для України приєднається до хору тих, хто відкидає принципи Вашингтонського консенсусу, було б небезпечно. Згаданий пострадянський інституційний імпульс обмеження компетенції держави себе ще не вичерпав. Актуальним є завдання розвитку інститутів держави шляхом обмеження і делегітимізації корупції, поступового її витіснення зі сфери економічної свободи.

Сьогодні форсоване зростання частки держави в суспільних фінансових ресурсах, яке супроводжується переформатуванням системи повноважень і відповідальності у фінансово-грошовому блоці державних регулятивних органів, надає державній економічній політиці ситуативного характеру й обмежує інвестиційну активність приватного сектора. З'являється схильність до ефективнішого використання фінансових активів, які належать державі, що, відповідно, веде до зсуву стратегічних цілей на периферію державної політики. Але посткризовому відновленню економіки України слід надавати і характеру структурно-інституційних зрушень. При цьому дедалі більшої актуальності набуватиме питання напрямів і критеріїв таких зрушень. Якщо сьогодні вдатися до посилення ролі прямого державного адміністрування у функціонуванні господарчої системи, то можуть бути вповільнені або припинені дуже важливі процеси створення ринкових інститутів. Наша економіка і так страждає від ієрархічного інституційного устрою, який не може бути сталим без відповідних горизонтальних інституційних конструкцій.

Ринковий механізм розподілу і використання ресурсів є унікальною конструкцією сполучення ієрархічних і мережевих підвалин. Сукупність вертикальних рівнів ринкових структур покоїться на горизонтальній підставі вільного руху ліквідності, що забезпечує нескінченно велику інформаційну місткість такої господарської системи. Оптимально жорстка сис-

тема технологічних залежностей покоїться на "плаваючій платформі" грошового ринку.

Утіленням збалансованої ієрархічно-мережевої конструкції виступає фінансовий капітал. Діючи через банківські інститути або фондовий ринок, він концентрує ресурси для високотехнологічних галузей. Інформаційні технології є сучасним інструментом, що забезпечує доходи і завоювання ринку. Нинішні інституційні форми фінансового капіталу і сектор високих технологій залежать один від одного, зберігаючи при цьому свою функціональну специфіку. Проте щоб фінансовий капітал міг працювати і конкурувати, він має спиратися на знання та інформацію, отримуючи забезпечення і розповсюдження завдяки інформаційній технології. Але фінансовому капіталу притаманна схильність до конвертації фінансових ресурсів в економічну владу, що підриває горизонтальні підвалини функціонування глобальних ринків.

Чинник глобальної економічної влади спричиняє довгостроковий негативний вплив на інституційний розвиток на будь-якому рівні. Суб'єктам економічної влади зручніше контролювати обмежену кількість "агрегованих" об'єктів, тому етатистські ієрархічні тенденції відповідають інтересам головних учасників глобального перерозподілу ресурсів. А ті розуміють, що повна реалізація конкурентних підвалин у світовому господарстві неминуче приведе до втрати їх панування. Тому за їхньою участю поступово формується устрій світового господарства, який уже сьогодні важко назвати ліберальним<sup>3</sup>. На жаль, цей інституційний імпульс транслюється у внутрішнє соціально-економічне середовище країн із трансформаційною економікою.

Ситуація на глобальних фінансових ринках у 2011–2012 роках у чомусь є схожою на ситуацію на грошово-кредитному ринку України у 1993–1994-х. Тоді попит на кредитні гроші зростав набагато швидше за їх пропозицію через розповсюдження валютно-кредитного арбітражу (ставка рефінансування НБУ 1993 року складала 240%, а доходність арбітражних кредитно-валютних операцій перевищувала 2000%<sup>4</sup>). Невипадково, що загальна криза неплатежів виникла на тлі більш ніж м'якої монетарної політики НБУ.

1997 року одним з авторів цієї статті було показано, що за певних умов попит на кредитні гроші для фінансування спекуляцій із фінансовими активами може набути характеру нелінійної залежності від часу<sup>5</sup>:

$$Q = F(K, K^t, Z, t^{2-\alpha}),$$

де  $Q$  – попит на гроші;  $K$  – первинна вартість спекулятивного активу;  $K^t$  – очікувана вартість фінансового активу на момент часу  $t$ ;  $Z$  – показник, що характеризує динамічний розрив між вартістю кредитного ресурсу і вартістю активу;  $\alpha$  – показник "інституційного гальмування", який перебуває на інтервалі  $0 < \alpha \leq 2$  (значення  $\alpha = 2$  відповідає повній забороні строко-

<sup>3</sup> Як свого часу зазначав В.Репке, "...кожен прояв економічного панування виступає підґрунтям такого стану справ, яке можна використовувати ... як аргумент проти ринкового господарства, хоча він більше пасує колективізму, який означає по суті лишень організовану державою загальну супермонополію". Див.: Репке В. Коренные вопросы хозяйственного порядка // Теория хозяйственного порядка: "Фрайбургская школа" и немецкий неоллиберализм. – М., 2002. – С. 156.

<sup>4</sup> Бюлетень Національного банку України. – 2007. – № 11. – С. 71, 143.

<sup>5</sup> Див.: Яременко О.Л. Переходные процессы в экономике Украины: Институциональный аспект. – Харьков, 1997. – С. 163–165.

вих операцій, значення  $\alpha = 0$  відповідає повній свободі таких операцій);  $t$  – момент часу, в який довга валютна позиція інвестора закривається.

Сьогодні у глобальному просторі в умовах майже необмеженого інституційного і фінансового арбітражу значення  $\alpha$  наближається до 0 (хоча, якщо казати строго, умови можуть бути віднесені до квазіарбітражних, тому що ризик операцій існує, але він є несумірним із їх дохідністю). Досить навести скандальні значення ефективної ставки процента за споживчими кредитами на ринку банківських послуг України 2011 року (60–70% річних<sup>6</sup>) і порівняти її с рівнем ставок на європейських ринках.

Арбітражна гіпотеза може пояснити певну частину подій, що розгортаються сьогодні у глобальному фінансовому просторі. Мінімальні процентні ставки центральних банків просто-таки провокують попит на ресурси з боку гравців фінансового ринку, що породжує довгострокові системні ризики<sup>7</sup>. Експерти неодноразово ставили питання щодо низької макроекономічної ефективності політики кількісних послаблень, яку практикувала ФРС США до останнього часу<sup>8</sup>. А річ у тім, що недостатньо інституційно впорядкований світовий фінансовий простір провокує безліч локальних і загальних ситуацій для отримання арбітражного або квазіарбітражного доходу, що створює умови для нелінійного попиту на ліквідність з боку фінансових інвесторів, позбавляючи при цьому ресурсів реальний сектор.

Перевага європейської валютної системи полягає в тому, що вона виключає валютний ризик і валютний арбітраж. Але ця перевага може обернутися джерелом нової нестабільності для країн-учасників. Концентрація довіри, як і концентрація ризиків, навколо єдиної європейської валюти роблять єдину систему вразливою. Якщо сьогоднішню фінансову кризу ЄС поталанить подолати, хто дасть гарантії, що не виникне нової кризи? Тим більше, що невизначеність поточної політики дедалі більше накладається на невизначеність інституційного майбутнього об'єднаної Європи.

Безробіття в зоні євро в січні 2012 року досягло 10,7%, повідомляє Eurostat<sup>9</sup>. Як указує Reuters, це є історичним максимумом. Попередній рекорд був на рівні 10,3%. Кількість безробітних громадян 17 країн єврозони перевищило 16,9 млн. Порівняно з січнем 2011 року (рівень безробіття становив 10%) вона збільшилася на 1221000 осіб.

У 27 державах-учасницях ЄС рівень безробіття в січні 2012 року зріс до 10,1% (близько 24300000 осіб). Минулого року він дорівнював 9,5%. Таким чином, за рік кількість непрацюючих у Євросоюзі збільшилася на 1488000 осіб. Найбільше безробіття спостерігається традиційно в Іспанії (23,3%). Великі проблеми в цій сфері у Греції (19,9% на листопад 2011 року – останні наявні дані), а також Ірландії та Португалії (по 14,8%).

<sup>6</sup> Див.: Ставки на щедрих. Банки видають більше споживчих кредитів // <http://news.finance.ua/ua/~2/0/all/2011/06/25/243123>; Банкіри взяли за старе // <http://finagent.com.ua/uk/news/2162>.

<sup>7</sup> Низькі ставки, хоча і є необхідними в поточних умовах, можуть бути пов'язані з довгостроковою небезпекою для фінансової стабільності, – зазначено в Доповіді МВФ з питань глобальної фінансової стабільності. Див.: <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/gfsr/2011/02/pdf/pressr.pdf>.

<sup>8</sup> Див., напр.: Тихонов А. О влиянии кризиса на Россию и Белоруссию // Экономист. – 2011. – № 7. – С. 28–36; Катасонов В. Заговор молчания вокруг самого крупного финансового скандала XXI века // <http://oko-planet.ru/finances/financesnews/89412>.

<sup>9</sup> Euro area unemployment rate at 10,7% // [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_PUBLIC/3-01032012-AP/EN/3-01032012-AP-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/3-01032012-AP/EN/3-01032012-AP-EN.PDF).

У січні 2012 року в ЄС-27 5507000 молодих людей (до 25 років) не мали роботи, з них – 3314000 перебували в зоні євро. Порівняно з січнем 2011 року безробіття серед молоді збільшилося на 269000 осіб у 27 країнах ЄС і на 141 000 у зоні євро. У січні 2012 року рівень безробіття серед молоді становив 22,4% в ЄС-27 і 21,6% у зоні євро. У січні 2011-го він складав 21,1% і 20,6% відповідно. Найнижчі показники спостерігаються в Німеччині (7,8%), Австрії (8,9%) і Нідерландах (9,0%), а найвищі в Іспанії (49,9%), Греції (48,1% у листопаді 2011 року) і Словаччині (36,0%)<sup>10</sup>.

Безробіття зростає, зокрема, внаслідок скорочення держбюджетів країн євросони і загального тла кризи, що спричиняє економічний спад і закриття або скорочення штатів як державних, так і приватних підприємств. Між тим, багато аналітиків відзначають, що "бомбу зайнятості" закладено в багатьох європейських економіках ще у благополучні 90-і роки минулого століття, коли щедрі соціальні програми значно знизили інтерес до пошуку роботи цілих соціальних груп. У результаті сформувався повноцінний клас професійних безробітних, які навіть не намагаються шукати джерело легального заробітку, а вважають за краще жити на соціальну допомогу. На думку аналітиків, неадекватне роздування соціальних видатків стало однією з системних причин кризи бюджетних дефіцитів і суверенної заборгованості в зоні євро<sup>11</sup>.

Відкрита економіка з власною грошовою одиницею не може бути рівноважною без інституційної компенсації арбітражних розривів. Незалежна і відповідальна грошово-кредитна політика дає можливість використовувати різноманітні інструменти для захисту національної грошової одиниці від спекулятивних атак, обмежує простір арбітражу в умовах різного ставлення до ризику в різних країнах і наявності бар'єрів для руху капіталу. Будь-яке послаблення монетарного суверенітету сприятиме створенню і збереженню інституційно-структурних передумов для арбітражу. Сьогодні Національний банк має зберігати свої виняткові повноваження і відповідальність за стабільність національної грошової одиниці, тобто забезпечувати суверенітет грошово-кредитної політики.

Водночас, як показав досвід реалізації грошово-кредитної політики в умовах світової фінансової кризи, треба враховувати, що Національний банк діє у складному просторі взаємопов'язаних процесів, які можуть суттєво впливати на безпосереднє значення цінової стабільності для економіки, висувуючи на перший план питання, які зазвичай належать до контексту грошово-кредитної політики (фінансова стабільність, довіра, зайнятість).

У традиційній моделі грошово-кредитна політика для суб'єктів фінансового ринку виконує функцію свого роду генератора, якій установлює правила грошових трансакцій та є першоджерелом ліквідності. Короткострокові процентні ставки є необхідним і достатнім сигналом щодо намірів центрального банку забезпечувати ліквідність банківської системи, яка, з одного боку, є безпосереднім учасником фінансового ринку, а з іншого – виконує базові обслуговуючі функції інших учасників з їх кредитування і розрахунків. Проте в умовах, коли сукупна ліквідність фінансового ринку в багато разів перевищує первинну ліквідність грошового ринку у вигляді грошових агрегатів, попит на ліквідність та її пропозиція відчува-

<sup>10</sup> Ibid.

<sup>11</sup> Див.: Уровень безработицы в Европе побил 14-летний рекорд // <http://www.warandpeace.ru/ru/news/vprint/67332/>.



ють надто багато самостійних чинників. Необхідність виконувати конституційні функції примушує центральні банки поширювати свою компетенцію на суміжні зони фінансового ринку, що містить у собі додаткові ризики і витрати для грошово-кредитної політики.

Перш за все, це ризик зміщення критеріїв і пріоритетів регулювальних дій, що несе загрозу системних помилок, які здатні накопичуватися. Виникнення цього ризику може бути спричинене тим, що зростання ринкових цін на активи фінансового ринку в загальному випадку розглядається як добрий знак, на відміну від негативної оцінки зростання ринкових цін на товари і послуги. Інфляційний аспект зростання рівня капіталізації фінансового ринку зазвичай вважають несуттєвим. Більше за те, здатність фінансового ринку брати на себе надлишок ліквідності в економіці трактується як важливу умову стабільності цін на товари і послуги. Можливість зворотного руху ліквідності оцінюють як незначну.

Але не можна ігнорувати питання щодо межі, не перетинаючи якої економіка може відчувати себе гарантованою від такого вкрай небезпечного зворотного руху ліквідності на ринок реальних товарів і послуг. У загальному вигляді цю межу можна охарактеризувати як інституційна довіра. З цієї точки зору участь Національного банку в регулятивних процесах на фінансовому ринку є виправданою тією мірою, якою він виступає там як гарант і джерело довіри. Якість фінансових активів банківської системи може бути підкріплена включенням певної її частини до переліку об'єктів застави для отримання кредитів рефінансування. Національний банк таким чином може "поділитися" своєю інституційною довірою з фінансовим ринком, сприяючи одночасно надійнішому зв'язуванню ліквідності поза межами ринку споживчих та інвестиційних товарів, що відповідає завданням підтримки цінової стабільності.

Проте якщо ця "запозичена" довіра виявиться необґрунтованою, можна очікувати і певної втрати довіри до Національного банку. Тому, оцінюючи цінову динаміку як безпосередній результат грошово-кредитної політики 2011 року, не можна нехтувати фінансовою або інституційною "вартістю" для економіки зусиль НБУ з підтримки цінової стабільності.

Будь-яка державна політика є сукупністю механізмів зняття невизначеності підготовки, ухвалення і реалізації рішень щодо досягнення цілей держави. Невизначеність рішень і дій може бути знятою за допомоги *правил*, які відбивають досвід колишніх успішних дій; *раціонального вибору* щодо розподілу і використання обмежених ресурсів; прийняття усвідомленого *ризик*у шляхом його оцінки і зниження (оптимізації); *змін* у процедурах, технологіях, цілях грошово-кредитно політики.

Оцінці підлягає весь означений спектр механізмів грошово-кредитної політики, а не лишень окремі інструменти і заходи. За оцінювання ефективності ГKP є сенс ураховувати загальний рівень невизначеності монетарного середовища і дієвість усіх зазначених механізмів (адекватність правил, оцінка процедур вибору, рівень прийняттого і реального ризику монетарних рішень, обґрунтованість і ефективність змін).

Найдоступнішим до оцінки ефективності ГKP є структурний підхід – за функціональними складовими: регулятивна ефективність прямої пропозиції ліквідності з боку НБУ (показником може бути базова інфляція); ефективність відсоткової політики; ефективність валютно-курсової політики; ефективність банківської складової ГKP у широкому сенсі. При цьому варто враховувати, що відмінність політики від інших засобів і рівнів управління складними системами полягає в цілісному підході до об'єкта. Функ-

ціональний алгоритм оцінки сам по собі не забезпечує цілісності, оскільки потребує виокремлення і локалізації зон монетарного середовища шляхом абстрагування від зв'язків між ними.

ГКП, спрямована на підтримку цінової стабільності, формується і реалізується в економічному просторі трьох взаємопов'язаних рівнів: макроекономічному, фінансовому, інституційному.

Безпосереднім *макроекономічним* показником ефективності зусиль, спрямованих на підтримку цінової стабільності, може бути співвідношення рівнів реального і потенційного ВВП.

*Фінансовими* показниками рівноваги можуть бути рівень національного фінансового лівереджу з можливим розподілом його на основні сектори економіки (державна, фінансовий сектор, корпорації, домогосподарства), а також значення диференціалу (різниці між темпами економічного зростання і середньозваженою відсотковою ставкою за залученими кредитами).

*Інституційним* міг би бути показник рівня довіри, непрямим виразом якого є рівень відсоткових ставок (середній або порівняльний), рівень трансакційних витрат (включаючи хеджування угод) на одиницю приросту ВВП.

До *витрат* ГКП слід віднести прямі трансакційні витрати державного управління, видатки на утримання органів державного управління, витрати суб'єктів господарювання на пристосування до змін у монетарному середовищі (наприклад, збільшення страхового запасу ліквідності або товарно-матеріальних цінностей) і непрямі витрати (або втрати) ВВП унаслідок можливого зниження загального рівня довіри в економіці.

Безпосереднім приводом для вживання заходів і застосування інструментів політики є зміни, впливи або флуктуації, що відхиляють систему від рівноважного стану і не можуть бути подолані шляхом автоматичного перегрупування ресурсів. *Очікувані* зміни і впливи потребують стандартних запланованих заходів в умовах прийнятної ризику. *Неочікувані* зміни вимагають екстрених заходів, які, як правило, супроводжуються підвищеним ризиком і витратами.

У процесі посилення впливу глобальної невизначеності головним узагальнюючим критерієм ефективності політики, спрямованої на підтримку стабільності грошової одиниці, є приріст або збереження динамічного порядку в керованій системі. З точки зору зовнішніх ефектів грошово-кредитної політики, ціни слід розглядати не тільки як фінансовий інструмент, а ще й як інформаційний канал, що забезпечує інтеграцію і динамічну єдність усіх одиниць господарської системи. Таке розуміння цінової стабільності дає можливість ширше поглянути на критерії та інструменти грошово-кредитної політики, що є вкрай важливим у сьогоднішніх умовах фундаментальних інституційно-структурних зсувів.