

Т. О. Королюк,
к. е. н., доцент, доцент кафедри національної економіки та публічного управління, ДВНЗ
"Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана", м. Київ
ORCID ID 0000-0002-3610-9839

DOI: 10.32702/2306-6806.2019.11.39

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГІЧНІ ЗАСАДИ РОЗРОБКИ ПРАВИЛ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

T. Koroliuk,
PhD in Economics, Associate Professor, Associate Professor of the department of national economy
and public administration SHEE "Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman", Kyiv

THEORETICAL AND METHODOLOGICAL PRINCIPLES OF THE DEVELOPMENT OF MONETARY POLICY RULES

Досліджено генезис правил монетарної політики, їх переваги та обмеження у прийнятті управлінських рішень центрального банку. Виокремлено переваги та недоліки правила Тейлора, а також розглянуто його сучасні модифікації. Визначено етапи розробки правила монетарної політики та чинники, що впливають на ефективність використання. Відзначено, що правила в монетарній політиці України ще не стали звичним інструментом прийняття управлінських рішень. Обґрунтовано принципи розробки монетарних правил, заважаючи на світовий досвід та інституціональні особливості української економіки: забезпечення фактичного переходу на режим інфляційного таргетування; врахування у математичній моделі правила показника обмінного курсу; уникнення абсолютизації певного правила монетарної політики як "панацеї" від кризових явищ; забезпечення гнучкості у прийнятті управлінських рішень та синергетичного поєднання дискреційних заходів із монетарними правилами в умовах економічних чи політичних шоків; забезпечення відкритого та поступового переходу до використання правил, суспільної довіри до монетарної влади; забезпечення незалежності та прозорості політики НБУ.

The genesis of monetary policy rules, their advantages and limitations in making central bank management decisions have been investigated. It is noted, that monetary rules make it possible to develop a plan of future political measures, act as a means of communication of the state with financial markets and other economic agents. The advantages and disadvantages of the Taylor rule are highlighted and its current modifications are considered. The stages of the development of the monetary policy rule and the factors that influence the efficiency of use are determined. It is noted, that the rules in the monetary policy of Ukraine have not yet become a common tool for managerial decision-making. Given that the discount rate has not yet become an effective refinancing tool, interest rate policy is ineffective and inflation targeting policy is declarative, in the face of uncertainty and difficulty in measuring the real interest rate, it is advisable to develop a monetary rule for monetary aggregates in Ukraine. Improving the effectiveness of the NBU policy through the transmission channel's interest channel requires stimulating the development of the interbank market; reduction of interest rate volatility and determination of benchmarks for the formation of value for money; ensuring that interest rates depend on the interest rate, the frequency of changes of which should be planned in advance in order to reduce uncertainty and to generate positive subjective expectations. The principles of development of monetary rules are grounded, hindering the world experience and institutional features of the Ukrainian economy: ensuring the actual transition to the regime of inflation targeting; taking into account in the mathematical model the rules of the index of the exchange rate; avoiding the absolutization of a certain rule of monetary policy as a "panacea" for

crisis phenomena; providing flexibility in management decision-making and synergistically combining discretionary measures with monetary rules in the face of economic or political shocks; ensuring an open and gradual transition to the use of rules, public confidence in monetary authority; ensuring the independence and transparency of NBU policy.

Ключові слова: генеза монетарних правил, принципи розробки, трансмісійний механізм, процентна ставка, інфляційне таргетування.

Keywords: genesis of monetary rules, principles of rule development, transmission mechanism, interest rate, inflation targeting.

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ У ЗАГАЛЬНОМУ ВИГЛЯДІ ТА ЇЇ ЗВ'ЯЗОК ІЗ ВАЖЛИВИМИ НАУКОВИМИ ЧИ ПРАКТИЧНИМИ ЗАВДАННЯМИ

Посилення значимості монетарної політики в умовах глобалізації, фінансової дерегуляції та перманентності криз актуалізує дослідження особливостей методів та інструментів її реалізації, оцінки ефективності трансмісійних механізмів, можливостей та напрямів трансформації. Давно існує дилема вибору між політикою, що базується на свободі дій і передбачає незаплановану реакцію центрального банку на зміни ринкових умов, виклики і загрози фінансовій безпеці, та політикою правил у виборі та застосуванні інструментів регулювання, що базуються на ретроспективному досвіді або врахуванні майбутніх тенденцій розвитку. У наукових колах точаться дискусії щодо переваг та обмежень дискреційної монетарної політики та політики правил. Однак світовий досвід засвідчує, що лише від мистецтва поєднання цих двох підходів залежить ефективність монетарних управлінських рішень.

У 90-х рр. XX ст. центральні банки розвинутих країн активно почали використовувати правила, які передбачають взяття центробанком певних зобов'язань щодо підтримки окремих параметрів грошового ринку. Монетарні правила виступають орієнтиром в умовах невизначеності та швидкої мінливості ринку, певною технологією та інструментом прийняття управлінських рішень щодо стримування чи пом'якшення монетарних умов у відповідь на відхилення основних макроекономічних показників від цільових орієнтирів. Застосування правил дає змогу попередити суб'єктивізм та сенсуалізм у прийнятті рішень, зменшити амплітуду кризових явищ у фінансовому секторі та стимулювати економічне зростання. Зважаючи на переваги монетарних правил, світовий досвід використання, необхідність трансформації і підвищення ефективності монетарної політики Національного банку України, а також враховуючи перехід на режим інфляційного таргетування, актуалізується потреба у дослідженні теоретико-методологічних засад розробки і практичного використання монетарних правил, зважаючи на інституціональні особливості.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ, В ЯКИХ ЗАПОЧАТКОВАНО РОЗВ'ЯЗАННЯ ДАНОЇ ПРОБЛЕМИ І НА ЯКІ СПИРАЄТЬСЯ АВТОР, ВИДІЛЕННЯ НЕ ВИРІШЕНИХ РАНІШЕ ЧАСТИН ЗАГАЛЬНОЇ ПРОБЛЕМИ, КОТРИМ ПРИСВЯЧУЄТЬСЯ ОЗНАЧЕНА СТАТТЯ

Правила монетарної політики досліджували такі зарубіжні вчені: А. Болл, К. Віксель, Ч. Гудхарт, Ф. Кідланд, П. Кумар, Б. Маккалам, Е. Прескотт, В. Семлер, Дж. Тейлор, М. Фрідмен, Р. Харісон та ін. Найбільш відомим правилом монетарної політики, яке використовують центральні банки розвинутих країн світу, виступає правило Дж. Тейлора та його сучасні модифікації. Серед українських вчених, хто вивчає проблематику роз-

робки та використання правил у монетарній політиці, варто виокремити наукові праці Т. Васильєвої, С. Козьменка, С. Леонова, О. Лунякова, І. Радіонової, Т. Савченка. Враховуючи значний науковий доробок відзначених вчених, подальшого вивчення потребують теоретико-методологічні аспекти розробки монетарних правил в умовах системного реформування національної економіки і трансформації монетарної політики.

МЕТА СТАТТІ

Метою статті є дослідження генези монетарних правил, етапів та принципів розробки і використання.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ З ПОВНИМ ОБГРУНТУВАННЯМ ОТРИМАНИХ НАУКОВИХ РЕЗУЛЬТАТІВ

Дж. Тейлор, який заклав основи сучасних монетарних правил, трактує їх суть як план дій, що визначає обставини, за яких центральний банк повинен змінювати інструменти монетарної політики [1, с. 3], та який може втратити актуальність і змінюватись під впливом зовнішніх чинників [2, с. 198]. Тейлор відзначав, якщо правило має сенс, то повинне використовуватись протягом тривалого часу: для макроекономічної політики це декілька бізнес-циклів, для інших цілей — декілька років. Розмежовуючи дискреційне регулювання і регулювання на основі правил, вчений відмітив, що певні дискреційні заходи держави можна визначити як перехід від одного правила до іншого або як складову існуючого правила політики [2, с. 199].

Українські вчені монетарні правила інтерпретують як реакцію основного інструмента монетарної політики, зокрема облікової ставки, у відповідь на прогнозне відхилення інфляції та сукупного попиту від цільового орієнтиру [3, с. 4]; як стратегію політики, за якої центральний банк бере на себе зобов'язання дотримуватись визначеного правила незалежно від тенденції розвитку економіки та фази циклу [4, с. 52]. Правила відображають певний рівень теоретичного усвідомлення зв'язків макроекономічних явищ та вимоги щодо практичних дій державного регулювання [5, с. 58].

Центральні банки уже давно визначили стратегічні та оперативні цілі своєї діяльності, однак на сьогодні й досі існують розбіжності у поглядах економістів та науковців щодо шляхів їх досягнення. Нобелівські лауреати Ф. Кідланд і Е. Прескотт відзначають, що завдяки правилам центральні банки досягають меншої інфляції, ніж в умовах дискреційної політики, яка не приводить до максимізації цільової функції [6, с. 473—474]. Поведінка економічних агентів в умовах рівноваги залежать від їх раціональних очікувань щодо наслідків прийняття управлінських рішень, тобто вони мають певні знання про зміну політики внаслідок зміни економічних умов. Водночас вони обумовлюють необхідність перегляду державою своєї політики, як результат, — суб'єкти реагують на такі зміни, але це не означає, що вони завжди достовірно можуть передбачати майбутні події. Використовуючи методику теорії ігор, вчені довели, що

Таблиця 1. Переваги та недоліки правил монетарної політики

Переваги	Недоліки (обмеження)
<ul style="list-style-type: none"> - усунення неузгодженості та непослідовності політики; - мінімізація упереджених і вмотивованих рішень; - зменшення невизначеності, прозорість, передбачуваність та зрозумілість монетарної політики; - підвищення довіри до органів монетарної влади; - зменшення негативних ефектів від часового лагу між прийняттям та реалізацією рішень; - зростання дисциплінованості, підзвітності та відповідальності центрального банку; - зменшення амплітуди циклічних коливань та стабілізації економіки; - зменшення політичного тиску на центральний банк; - сприяння децентралізації та деконцентрації державного управління 	<ul style="list-style-type: none"> - недостатні повнота та якість статистичної інформації для об'єктивної оцінки; - високий ступінь абстрагування та узагальнення; - складність оцінки параметрів моделі та достовірного прогнозу показників; - недостатня гнучкість та оперативність монетарної політики; - обмеженість застосування у нових та невизначених умовах; - недостатній досвід використання

політика, яка постійно реагує на поточну ситуацію, дає гірші результати, ніж якби вона слідувала певним правилам. Більше того, така гра держави із економічними агентами може дестабілізувати економіку. Зокрема центральний банк, стимулюючи сукупний попит, обумовлює зростання цін та заробітних плат, подальші такі дії призводять лише до зростання загального рівня цін. Таким чином, вчені довели, що послідовна політика уряду, орієнтована на поточну ситуацію та короткострокові цілі, є неоптимальною і неефективною, бо призводить лише до надмірного рівня інфляції, а рівень заробітків не знижується. Економічна політика повинна бути системною, а її розробникам необхідно враховувати ефект політики через механізм очікувань згідно з поточними рішеннями суб'єктів господарювання [6, с. 481].

Як і будь-яка концепція, монетарні правила мають певні переваги та обмеження (недоліки) у застосуванні (табл. 1). Використання правил зменшує суб'єктивну складову у прийнятті управлінських рішень, сприяє прозорості та відкритості політики, дає змогу зменшити амплітуду циклічних коливань та стимулює відновлення економічного зростання. Можливість передбачення кроків центрального банку формує відповідні суб'єктивні очікування та поведінку, підвищує довіру до монетарної влади.

Відсутність правил у монетарній політиці дає широкі можливості монетарній владі діяти суб'єктивно та інтуїтивно, керуючись власними судженнями та емоціями. У сучасних умовах швидкої мінливості ринку, розвитку фінансових інновацій, віртуалізації та зростання відкритості економіки ускладнюється оцінка параметрів математичних моделей монетарних правил та можливість достовірного прогнозу поведінки суб'єктів. Суттєвим недоліком політики монетарних правил виступає недостатня гнучкість та оперативність монетарних рішень.

Таким чином, монетарне правило — це модель прийняття управлінських рішень центральним банком у відповідь на макроекономічні шоки (цінові, сукупного попиту і сукупної пропозиції, валютні тощо), що проявляється у зміні інструментів політики задля досягнення визначених цільових орієнтирів.

Специфіка розробки та застосування монетарних правил визначається теоретичними засадами основоположних концепцій регулювання економіки, еволюцією грошово-кредитної системи, фінансових відносин і механізму монетарного регулювання. Розглянемо генезу розвитку монетарних правил та особливості їх формалізації. Одним із перших правил монетарної політики є правило К. Вікселя, що передбачає зміну відсоткової ставки залежно від зміни цін: якщо ціни зростають, необхідно підвищувати процентну ставку i , навпаки. Проте це правило залишає поза увагою зміни в реальному

секторі економіки і не знайшло широкого використання у практиці центральних банків. Згідно з правилом Вікселя, центральний банк зобов'язаний встановлювати відсоткову ставку відповідно до співвідношення [3, с. 24]:

$$i_t = i_{t-1} + \varphi \rho_t \quad (1),$$

де i_t — номінальна процентна ставка в періоді t , i_{t-1} — номінальна процентна ставка в періоді $t-1$, φ — коефіцієнт еластичності, ρ_t — логарифм загального індексу цін періоді t .

У 50-х рр. ХХ ст. М.Фрідмен досліджував взаємозв'язки зміни грошової маси із динамікою цін та реальному ВВП. Він запропонував монетарне правило для грошової маси, що передбачало забезпечення її щорічного зростання на фіксовану норму, яка повинна відповідати стабільному довгостроковому рівню цін кінцевої продукції, це приблизно 3—5 %, хоча не виключав помірні циклічні або столітні коливання [7, с. 116—119]. На його думку, нездатність держави забезпечити стабільні грошові рамки виступала основним чинником інфляції та економічних депресій, на відміну від держави ринок демонструє гнучкість та адаптивність [7, с. 24].

Математична модель монетарного правила М. Фрідмена [3, с. 23]:

$$\Delta m = \pi + \Delta y - \Delta v \quad (2),$$

де Δm — зміна пропозиції грошей, Δy — зміна реального ВВП, Δv — зміна швидкості обігу грошей, π — рівень інфляції. Показники для проведення розрахунків наводяться в логарифмах.

Ще одним правилом, що базується на використанні грошових агрегатів, є правило МакКалума, яке характеризує взаємозв'язок між грошовою масою та динамікою цін і виступає результатом розвитку правила постійного темпу приросту грошової маси М. Фрідмена [3, с. 23]:

$$\Delta m = \Delta x^* - \Delta v^* - \varphi_{\Delta x} (\Delta x - \Delta x^*) \quad (3),$$

де m — зміна пропозиції грошей, $\Delta x^* = \pi^* + \Delta q^*$ — зміна рівноважного номінального ВВП, Δv^* — тренд зміни швидкості грошей, Δx — зміна номінального ВВП, $\varphi_{\Delta x}$ — константа.

Застосовуючи це правило із константою 0,5, Б. МакКалам довів, що ефективність монетарної політики, яка проявляється у динаміці макроекономічних показників, могла бути вищою. Однак нестабільність попиту на гроші обмежує використання монетарних правил для грошових агрегатів.

Використання грошових агрегатів у монетарних правилах не завжди дає змогу визначити цільове значення грошової маси та відповідні зміни процентних ставок. До основних труднощів використання грошо-

Таблиця 2. Окремі монетарні правила для процентної ставки

Монетарне правило	Математична формалізація
Правило номінального рівня доходу	$i_t = \bar{r} + \pi_{t-1} + \gamma(py_{t-1} - py_{t-1}^T)$
Правило зростання номінального доходу	$i_t = \bar{r} + \pi_{t-1} + \gamma(\Delta py_{t-1} - \Delta py_{t-1}^T)$
Правило рівня цін	$i_t = \bar{r} + \pi_{t-1} + \gamma(p_{t-1} - p_{t-1}^T)$
Правило Тейлора	$i_t = \bar{r} + \pi_{t-1} + \gamma_1(\pi_{t-1} - \pi^T) + \gamma_2(y_{t-1} - \tilde{y}_{t-1})$
Правило, що враховує лише рівень інфляції	$i_t = \bar{r} + \pi_{t-1} + \gamma_1(\pi_{t-1} - \pi^T)$
Правило динаміки	$i_t = i_{t-1} + \gamma_1(\pi_{t-1} - \pi^T) + \gamma_2(y_{t-1} - \tilde{y}_{t-1})$
Правило сталої реальної процентної ставки	$i_t = c - \pi_{t-1}$

де i – номінальна процентна ставка, \bar{r} – нейтральна реальна процентна ставка, π_{t-1} – темп інфляції за попередній період, py – номінальний дохід, p – рівень цін, y – реальний дохід, \tilde{y} – потенційний випуск, c – невизначена незмінна реальна процентна ставка, T – цільовий показник

Джерело: побудовано за [13, с. 247].

вих агрегатів у монетарних правилах належать [8, с. 25–26]:

1) відхилення монетарних показників від цільових значень може бути спричинене й іншими чинниками, окрім визначених;

2) ендегенне розширення грошової маси може відбутися внаслідок застосування фінансових інновацій.

Одним із найпопулярніших та найбільш широко використовуваних виступає монетарне правило Дж. Тейлора для процентної ставки. Воно демонструє залежність процентної ставки від відхилень інфляції та ВВП від своїх цільових значень. Процентна ставка підвищується, якщо рівень цін та реальний випуск перевищують цільові параметри і знижується, якщо рівень цін і реальний випуск нижчі за цільове значення. В умовах, коли ймовірність економічного спаду є більшою загрозою, аніж зростання цін, центральний банк повинен знижувати процентну ставку. Таким чином, рішення щодо зміни процентної ставки впливають на рівень цін та економічну активність в країні.

Тейлор запропонував визначати рівень процентної ставки так [2, с. 202]:

$$r = p + 0,5y + 0,5(p - 2) + 2 \quad (4),$$

де r – ставка за федеральними фондами, p – рівень інфляції за попередні чотири квартали, y – процентне відхилення реального ВВП від цільового рівня.

Відповідно:

$$y = 100 (Y - Y^*) / Y^* \quad (5),$$

де Y – це реальний ВВП, Y^* – тренд реального ВВП (2,2% на рік з 1984 р. по 1992 р.)

Величина реакції центрального банку на відхилення в реальному випуску та інфляції залежить від рівня чутливості сукупного попиту до процентних ставок, що відображається у значеннях коефіцієнтів. Правило показує, що ставка за федеральними фондами повинна зростати, якщо інфляція перевищує цільовий рівень 2%, а реальний ВВП перевищує тренд ВВП. Якщо рівень інфляції та реальний ВВП дорівнюють цільовому рівню, то ставка за федеральними фондами дорівнює 4% або 2% в реальному вимірі. Використання рівня інфляції за попередні чотири квартали у правій частині рівняння показує, що дане монетарне правило побудоване з використанням лагової (відстаючої) інфляції як оціночної величини очікуваного рівня інфляції. Таким чином, рівноважна ставка за федеральними фондами на рівні 2% приблизно відповідає стабільному та безінфляційному зростанню економіки на 2,2% щорічно.

Подальші дослідження Тейлора привели до наступного рівняння монетарного правила, що може описати політику в різні періоди [9, с. 323]:

$$r = \pi + gy + h(\pi - \pi^*) + r^f \quad (6),$$

де r – короткострокова процентна ставка, π – рівень інфляції, y – процентне відхилення реального випуску (Y) від тренду, g, h, π^*, r^f – константи.

Основними перевагами правила є простота та зрозумілість у його застосуванні. Центральні банки можуть адаптувати його і коригувати процентну ставку у відповідь на цільове відхилення грошової пропозиції, обмінного курсу, рівня цін та реального випуску [2, с. 200]. Правило ґрунтується на припущенні про раціональність суб'єктивних очікувань і при зміні правил суб'єкти не здатні миттєво змінювати свою поведінку.

Критики правила Тейлора відзначають такі його недоліки: зосередження лише на таких індикаторах економіки, як інфляція та ВВП (хоча, як засвідчує емпіричний аналіз, одними із найбільш сигнальних щодо попередження кризи у 2007–2009 роках виявилися індикатори зростання ВВП та індексу споживчих цін [10, с. 44]); залишення поза увагою важливих індикаторів розвитку фінансового сектору, фіскальної та боргової політики, платіжного балансу; складність розрахунку змінних та коефіцієнтів моделі; відсутність зв'язку із зовнішнім світом в умовах відкритої економіки. Дискусійними залишаються питання вимірювання інфляції (дефлятор ВВП, індекс споживчих цін), розриву ВВП (зокрема оцінки потенційного ВВП), визначення рівноважної реальної процентної ставки. На думку деяких вчених, правила монетарної політики повинні враховувати показники валютних резервів країни, що впливають на фінансову стабільність [11]. У технічному сенсі залежно від методу оцінки можна отримати різні результати розрахунку математичної моделі, а відповідно і сценарії розвитку. Матеріал до уваги вищезазначене, зауважимо, що правило Тейлора не є "панацеєю" від кризових явищ, а лише додатковим інструментом прийняття управлінських рішень.

А. Болл виступає одним із вчених, хто досліджував зміни процентної ставки у відповідь на зміни обмінного курсу. У процесі прийняття управлінських рішень центральний банк реагує на взаємозв'язок процентної ставки із валютним курсом [12, с. 128–131]:

$$wr + (1 - w)e = ay + b(\pi + \gamma e_{-1}) \quad (7),$$

e – середнє значення логарифму реального обмінного курсу; r – середня реальна процентна ставка; a – логарифм реального ВВП; π – темп інфляції; γ – коефіцієнт впливу обмінного курсу на інфляцію; w, a, b – коефіцієнти.

Всі параметри (e, r, y, π) є позитивними і розраховуються як відхилення від середніх значень. У свою чергу, коефіцієнти визначаються за формулами:



Рис. 1. Етапи та чинники, що впливають на розробку і використання правил монетарної політики

$$w = m \beta \theta / (\theta - m \beta + m \beta \theta) \quad (8),$$

$$a = \theta (m \lambda + n \alpha) / (\theta - m \beta + m \beta \theta) \quad (9),$$

$$b = n \theta / (\theta - m \beta + m \beta \theta) \quad (10),$$

де m, n — константи, що є зовнішньо заданими величинами моделі; β — прямий ефект від впливу відсоткових ставок на ВВП; θ — вплив відсоткових ставок на обмінний курс; λ — коефіцієнт стабільності (інерційності) ВВП; α — нахил кривої Філіпса.

Правило Тейлора зазнає різних модифікацій відповідно до специфічних макроекономічних умов кожної країни. Австралійські науковці вважають, що монетарна політика повинна орієнтуватись на стабілізацію загального рівня цін і враховувати розрив ВВП. Вчені виділяють сім найбільш поширених монетарних правил для процентної ставки (табл. 2).

З огляду на проведений аналіз, більшість монетарних правил для процентної ставки показують, як вона зміниться залежно від зміни рівня цін та ВВП. Впровадження монетарних правил потребує чіткої ієрархії цілей монетарної політики та визначення інструментів їх досягнення. Як засвідчує світовий досвід, монетарні пра-

вила доцільно використовувати в умовах, коли стратегічною ціллю центрального банку виступає досягнення стабільності цін.

Основними етапами розробки монетарного правила є [14, с. 270]: вибір його базової форми; визначення рівноважних значень; оцінювання параметрів і коефіцієнтів правила; уточнення методики розрахунку; оцінювання ефективності застосування (рис. 1).

Дж. Тейлор виокремлює наступні принципи розробки і використання монетарних правил у країнах з ринком, що формується: (1) вибір відповідного інструмента для правила монетарної політики, (2) визначення рівня формалізації правила, (3) врахування взаємозв'язку монетарного правила та політики інфляційного таргетування, (4) рівня розвитку ринку довгострокових боргових цінних паперів, та (5) обмінного курсу [1, с. 3].

Коротко проаналізуємо зазначені принципи, враховуючи необхідність розробки монетарного правила для України. Вибір інструмента монетарної політики залежить від обраного монетарного режиму та особливостей розвитку економіки. Ним може бути відсоткова ставка, грошова база чи інший грошовий агрегат. На початку свого дослідження Тейлор використовував по-

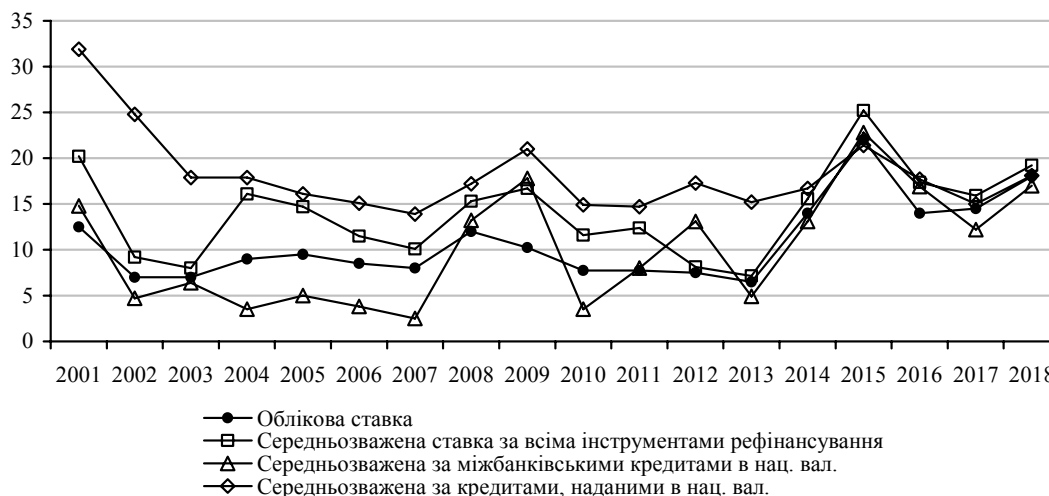


Рис. 2. Динаміка відсоткових ставок на грошовому ринку протягом 2001–2018 рр., %

Джерело: побудовано автором за даними [18].

казник грошової маси, лише з середини 80-х рр. ХХ ст. почав приділяти увагу процентній ставці як більш практичному інструменту для розвинутих економік. Натомість МакКалум та Фрідмен вивчали переваги політики правил з грошовим агрегатом як інструментом, про що йшлося вище. В умовах високої інфляції чи високих темпів економічного зростання використання відсоткової ставки у правилах політики може обернутись значними соціально-економічними потрясіннями. Монетарні правила більш ефективні в умовах незначних коливань інфляції, реального випуску та обмінного курсу.

Дж. Тейлор відзначав, що правила не повинні використовуватись механічно, а математична формалізація є лише апроксимацією і необхідна для оцінки їх адекватності [1, с. 5]. Адаже можуть виникати ситуації, коли необхідно змінити проценту ставку через певні особливі чинники, що не включені до правила політики, наприклад, криза ліквідності на фінансовому ринку, падіння фондового ринку. Аналітики фінансового ринку часто використовують математичні моделі монетарних правил, щоб з'ясувати, що чинники роблять чи планують робити, а також передбачити короткострокову процентну ставку для подальшого визначення цін на акції та облігації, валютних курсів тощо.

З іншого боку, монетарні правила крізь призму суб'єктивних очікувань впливають на фінансові ринки, зокрема, встановлення короткострокових ставок грошового ринку, а також за довгостроковими фінансовими інструментами. В умовах високого розвитку комунікаційних та комп'ютерних технологій інформація складає серцевину грошового ринку і дії, направлені на її передачу, заставляють людей змінювати свою поведінку, що змінює спосіб функціонування ринків [15, с. 569, 593]. Ф.Кідланд і Е. Прескотт зауважували, що правила повинні бути простими і легко зрозумілими, а також базуватись на інституціональних домовленостях, що робить їх зміну важким і трудомістким процесом, окрім надзвичайних ситуацій [6, с. 487]. На думку Дж. Тейлора, правила, які постійно змінюються, приносять мало користі [2, с. 199]; невдачі ринку частково є результатом інформаційних проблем, і саме держава повинна взяти на себе обов'язки їх усунення [16, с. 113]. Тому важливо дотримуватись послідовності у політиці та визначених правил і у довгостроковій перспективі задля формування позитивних очікувань щодо майбутніх політичних дій.

В умовах гнучкого режиму валютного курсу досягнення цільової інфляції має важливе значення для реалізації ефективної монетарної політики. Заданий рівень інфляції допомагає запобігти надмірному зростанню цін та економічній нестабільності. Водночас встановлення рівня цільової інфляції недостатньо, без хороших правил політики вона не буде досягнута [1, с. 10]. У своїй праці Тейлор відмічав, що передумовою використання монетарного правила є впровадження режиму інфляційного таргетування, водночас він не суперечить правилам, в яких інструментом виступає грошовий агрегат. У монетарних правилах можна використовувати фактичні та прогнозні значення інфляції.

Політика інфляційного таргетування виступає альтернативою політики фіксованого обмінного курсу. В умовах плаваючого валютного курсу монетарна політика націлена на внутрішні економічні умови, а отже, забезпечення низького рівня цін. Але це не означає, що обмінний курс не впливає на рішення щодо процентної ставки, він є частиною трансмісійного механізму і через ринки капіталу визначає процентну ставку. Для країн, що розвиваються, правила передбачають врахування валютного курсу.

В Україні основним інструментом грошово-кредитної політики визначено облікову ставку [17]. Однак її вплив на фінансовий ринок та економіку через механізм рефінансування недостатньо дієвий. Динаміка основних відсоткових ставок грошового ринку протягом 2001—

2018 рр. (рис. 2) свідчить про обмежений механізм дії відсоткового каналу монетарної трансмісії, хоча в останні роки ситуація покращилась, що пов'язано із переходом Нацбанку до режиму гнучкого курсоутворення та інфляційного таргетування. Протягом 2001—2014 рр. спостерігаються значні спреди і слабкий зв'язок між обліковою та іншими ставками грошового ринку.

Враховуючи високі інфляційні очікування, обсяги валютних інтервенцій центрального банку, коливання індексів цін та обмінного курсу, центральному банку не вдалося фактично перейти до інфляційного таргетування, що пов'язано із низкою політичних та економічних чинників, у т.ч. воєнними подіями на сході країни. Значні розбіжності між цільовими та фактичними значеннями інфляції свідчать про неспроможність Національного банку контролювати рівень цін. Зважаючи на те, що облікова ставка ще не стала ефективним інструментом рефінансування, процентна політика є низькоефективною, а політика таргетування інфляції має декларативний характер, в умовах невизначеності та складності вимірювання реальної процентної ставки монетарне правило доцільно розробляти для грошових агрегатів. Підвищення дієвості політики НБУ через процентний канал трансмісійного механізму вимагає стимулювання розвитку міжбанківського ринку; зменшення волатильності процентних ставок і визначення ставок-орієнтирів формування вартості грошей; забезпечення залежності основних процентних ставок від облікової ставки, періодичність змін якої повинна бути заздалегідь спланована з метою зменшення невизначеності та формування позитивних суб'єктивних очікувань.

ВИСНОВКИ З ПРОВЕДЕНОГО ДОСЛІДЖЕННЯ І ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ РОЗВІДОК УЦЬОМУ НАПРЯМІ

Монетарні правила виступають певною моделлю прийняття управлінських рішень органами монетарної влади. Вони дають змогу розробити план майбутніх політичних заходів, виступають засобом комунікації влади з фінансовими ринками та іншими економічними агентами. Правило Тейлора може використовуватись як один із інструментів прийняття управлінських рішень органами монетарної влади. Воно базується на врахуванні відхилень інфляції та ВВП від їх очікуваних значень. Однак залежно від рівня розвитку країни, фінансового сектору, зв'язку із зовнішнім світом правило потребує модифікації у виборі інструмента політики та змінних, що використовуються. Лише системний підхід до оцінювання ризиків та загроз фінансово-економічній стабільності здатний забезпечити попереджувальний ефект та прийняття відповідного управлінського монетарного рішення щодо мінімізації економічних втрат.

Правила в монетарній політиці України ще не стали звичним інструментом прийняття управлінських рішень. Основними принципами розробки та ефективного використання монетарного правила для України є: забезпечення фактичного переходу на режим інфляційного таргетування; врахування у математичній моделі правила показника обмінного курсу, що пов'язано із його впливом на економіку; уникнення абсолютизації певного правила монетарної політики як "панацеї" від кризових явищ; забезпечення гнучкості у прийнятті управлінських рішень та синергетичного поєднання дискреційних заходів із монетарними правилами в умовах економічних чи політичних шоків; забезпечення відкритого та поступового переходу до використання правил, суспільної довіри до монетарної влади; забезпечення незалежності та прозорості політики НБУ.

Література:

1. Taylor John B. Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies. 2000. December. 19 p. URL:

https://web.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombinedbyyear/2001/Using_Monetary_Policy_-_Rules_in_Emerging_Market_Economies.pdf (Accessed October 05, 2019).

2. Taylor John B. Discretion versus policy rules in practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy. 1993. № 39. P. 195—214. URL: https://web.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombinedbyyear/1993/Discretion_versus_Policy_Rules_in_Practice.pdf (Accessed September 20, 2019).

3. Правила монетарної політики: теоретичні засади та напрями застосування в Україні: монографія / За заг. ред. С. М. Козьменка та Т.Г. Савченка. Суми: ДВНЗ "УАБС НБУ", 2015. 205 с.

4. Панченко В.Г. Неопротекціоністський потенціал монетарної політики. Інвестиції: практика та досвід. 2017. № 24. С. 51—55.

5. Радіонова І.Ф. Правила фінансової політики та бюджетні обмеження уряду. Фінанси України. 2013. № 4. С. 58—70.

6. Kydland Finn E., Prescott Edward C. Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans. The Journal of Political Economy. 1977. No. 3. Volume 85. P. 473-49. URL: <http://www.finnkydland.com/papers/Rules%20Rather%20than%20Discretion%20The%20Inconsistency%20of%20Optimal%20Plans.pdf> (Accessed September 20, 2019).

7. Фридмен М. Основы монетаризма / Под науч ред. Д.А. Козлова. М.: ТЕИС, 2002. 175 с.

8. Васильєва Т., Леонов С., Луняков О. Імплицитне правило таргетування для економіки України. Вісник НБУ. 2014. № 4. С. 24—29.

9. Taylor John B. A historical analysis of monetary policy rules / University of Chicago Press. 1999. January. P. 319—348. URL: <https://www.nber.org/chapters/c7419.pdf> (Accessed October 05, 2019).

10. Шумська С.С. Система індикаторів попередження кризи: міжнародний досвід і проблеми вибору для України. Фінанси України. 2010. №6. С. 38—49.

11. Kumar Shrestha P., Semmler W. New Monetary Policy Rule for Emerging. Global Business Research Conference. Nepal. 2013. 7—8 November. URL: https://wbiworldconpro.com/uploads/nepal-conference-2013/economics/1383623593_219-Prakash.pdf (Accessed October 05, 2019).

12. Ball Laurence. Policy Rules for Open Economies / Editor: John B. Taylor. University of Chicago Press. 1999. P. 127—156. URL: <https://www.nber.org/chapters/c7415.pdf> (Accessed October 05, 2019).

13. Brouwer, G., O'Regan J. Evaluating Simple Monetary-policy Rules for Australia. Reserve Bank of Australia. 1997. P. 244—276. URL: <https://www.rba.gov.au/publications/confs/1997/pdf/de-brouwer-oregan.pdf> (Accessed September 20, 2019).

14. Савченко Т.Г. Методологічні підходи до розробки монетарного правила в Україні. Актуальні проблеми економіки. 2012. № 5 (131). С. 268—278.

15. Мировая экономическая мысль. Сквозь призму веков. В 5 т. / Сопред. научно-ред. совета Г.Г. Фетисов, А.Г. Худокормов. В 2 кн. Всемирное признание: Лекции нобелевских лауреатов / Отв. ред. Г.Г. Фетисов. Кн. 2. М.: Мысль, 2005. 813 с.

16. Стігліц Дж.Е. Економіка державного сектора / Пер. з англ. А. Олійник, Р. Скільський. К.: Основи, 1998. 854 с.

17. Основні засади грошово-кредитної політики на 2019 рік та середньострокову перспективу / Схвалено рішенням Ради НБУ від 11 вересня 2018 р. Київ, 2018. 10 с. URL: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=77912166> (Accessed October 05, 2019).

18. Офіційний сайт НБУ. URL: <https://bank.gov.ua/statistic/sector-financial/data-sector-financial#lms>

References:

1. Taylor, J. B. (2000), "Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies", available at: https://web.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombinedbyyear/2001/Using_Monetary_Policy_Rules_in_Emerging_Market_Economies.pdf (Accessed October 05, 2019).

2. Taylor, J. B. (1993), "Discretion versus policy rules in practice ", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, vol. 39, pp. 195—214, available at: https://web.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombinedbyyear/1993/Discretion_versus_Policy_Rules_in_Practice.pdf (Accessed September 20, 2019).

3. Koz'menko, S. M. and Savchenko, T. H. (2015), Pravyła monetarnoi polityky: teoretychni zasady ta napriamy zastosuvannia v Ukraini [Rules of monetary policy: theoretical principles and directions of application in Ukraine], DVNZ "UABS NBU", Sumy, Ukraine.

4. Panchenko, V.H. (2017), "Neo-protectionist potential of monetary policy". Investytsii: praktyka ta dosvid, vol. 24, pp. 51—55.

5. Radionova, I.F. (2013), "Financial policy rules and government budget constraints", Finansy Ukrainy, vol. 4, pp. 58—70.

6. Kydland, F. E. and Prescott, E. C. (1977), "Rules Rather than Discretion: the Inconsistency of Optimal Plans", The Journal of Political Economy. vol. 3, no. 85, pp. 473—49, available at: <http://www.finnkydland.com/papers/Rules%20Rather%20than%20Discretion%20The%20Inconsistency%20of%20Optimal%20Plans.pdf> (Accessed September 20, 2019).

7. Fridmen, M. (2002), Osnovy monetarizma [Theory of Monetarism], TEIS Moscow, Russia.

8. Vasyl'ieva, T. Lieonov, C. and Luniakov, O. (2014), "The implicit targeting rule for the Ukrainian economy", Visnyk NBU, vol. 4, pp. 24—29.

9. Taylor, John B. (1999), "A historical analysis of monetary policy rules", available at: <https://www.nber.org/chapters/c7419.pdf> (Accessed October 05, 2019)

10. Shums'ka, S.S. (2010), "Crisis Prevention Indicator System: International Experience and Choice Challenges for Ukraine", Finansy Ukrainy, vol. 6, pp. 38—49.

11. Kumar, S. P. and Semmler, W. (2013), "New Monetary Policy Rule for Emerging", Global Business Research Conference, Nepal, 7-8 November, available at: https://wbiworldconpro.com/uploads/nepal-conference-2013/economics/1383623593_219-Prakash.pdf (Accessed October 05, 2019).

12. Ball, L. (1999), "Policy Rules for Open Economies", University of Chicago Press, pp. 127—156, available at: <https://www.nber.org/chapters/c7415.pdf> (Accessed October 05, 2019).

13. Brouwer, G. and O'Regan, J. (1997), "Evaluating Simple Monetary-policy Rules for Australia", Reserve Bank of Australia, pp. 244—276, available at: <https://www.rba.gov.au/publications/confs/1997/pdf/de-brouwer-oregan.pdf> (Accessed September 20, 2019).

14. Savchenko, T.H. (2012), "Methodological approaches to the development of monetary rule in Ukraine", Aktual'ni problemy ekonomiky, vol. 5 (131), pp. 268—278.

15. Fetisov, G.G. (2005), Mirovaja jekonomicheskaja mysl'. Skvoz' prizmu vekov [World economic thought. Through the prism of centuries], vol 2, Vsemirnoe priznanie: Lekcii nobelevskih laureatov [Worldwide Recognition: Lectures by Nobel Laureates], Mysl', Moscow, Russia.

16. Stihlits, Dzh.E. (1998), Ekonomika derzhavnoho sektora [Public Sector Economics], Osnovy, Kyiv, Ukraine.

17. National Bank of Ukraine (2018), "The main principles of monetary policy for 2019 and the medium term", available at: <https://old.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=77912166> (Accessed October 05 2019).

18. The official site of the NBU (2019), available at: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=68708 (Accessed September 15 2019).

Стаття надійшла до редакції 07.11.2019 р.