
ФИНАНСЫ. НАЛОГИ. КРЕДИТ

УДК 336.2:336.7

Т. И. ЕФИМЕНКО,
профессор, доктор экономических наук,
член-корреспондент НАН Украины,
Президент ГУНУ “Академия финансового управления”
(Киев)

РАЗВИТИЕ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ОСНОВ ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ ФИСКАЛЬНОЙ И МОНЕТАРНОЙ ПОЛИТИК УКРАИНЫ

Исследованы современные научные представления о согласовании взаимодействия монетарной и фискальной составляющих финансовой политики страны в целях поддержания устойчивого развития. Определено, что особенности координации влияния денежно-кредитных рычагов центрального банка и бюджетно-налоговых рычагов правительства на совокупный спрос, инфляцию, стабильность валютного курса и рост выпуска должны отвечать типу и состоянию конкретной экономики. Действие их элементов в пространственно-временном измерении не должно содержать противоречий между экономическими агентами.

Ключевые слова: фискальная политика, монетарная политика, инфляция, таргетирование, бюджет, регулирование.

T. I. IEFYMENKO,
Professor, Doctor of Econ. Sci.,
Corresponding Member of the NAS of Ukraine,
President of the SESI “Academy of Financial Management”
(Kiev)

DEVELOPMENT OF INSTITUTIONAL FOUNDATIONS FOR INTERACTION BETWEEN FISCAL AND MONETARY POLICIES OF UKRAINE

Modern scientific views on coordination of interaction between monetary and fiscal components of the country's financial policy to support sustainable development are researched. It has been determined that peculiarities of coordination of the influence of the central bank's monetary and lending levers and the government's budget and tax levers on aggregate demand, inflation, exchange rate stability and output growth should correspond to the type and state of a particular economy. Actions of their elements in space-time dimension should not contain contradictions between economic agents.

Keywords: fiscal policy, monetary policy, inflation, targeting, budget, regulation.

Восстановление состояния равновесия национальной экономики сопровождается необходимостью развития научных взглядов на управленческое взаимодействие государственных агентов в связи с угрозами дестабилизации банковского сектора экономики и кризисами суверенного долга, а также с наличием высоких фи-

© Ефименко Татьяна Ивановна (Iefymenko Tetiana), 2017; e-mail: efimenko@afu.kiev.ua.

нансовых рисков. Координация функциональной направленности фискальных и монетарных регуляторов, согласование их целей и инструментов существенно влияют на потенциал способности рычагов финансовой политики к преодолению последствий длительной рецессии и к поддержанию конкурентоспособности нашей страны. В условиях экономической неопределенности структурные проблемы требуют последовательных действий по выработке адекватных мер, направленных на минимизацию непредсказуемых потерь и повышение точности оценок рисков или вероятности возможных результатов.

В целях укрепления независимости центрального банка (ЦБ) и правительственных структур в их деятельности становится все более актуальным соблюдение принципа единства в целеполагании, ориентированном на стабилизацию государственного долга и сдерживание инфляции, снижение безработицы, обеспечение устойчивого роста экономики и благосостояния граждан. Гарантированное избежание противоречий в решениях денежно-кредитных и бюджетно-налоговых органов власти должно стать синергетической основой для объединения организационных усилий и административных ресурсов.

В конце XX – начале XXI в. взаимодействия фискальной и монетарной политик находится в центре внимания многих зарубежных и украинских ученых. В классическом исследовании Т. Сарджента и Н. Уоллеса [1], где впервые показано, что и в продолжительном временном горизонте, и в среднесрочном, текущем аспекте в реальной жизни ограничительная монетарная политика оказывается не способной поддерживать таргет инфляции без определенной корректировки бюджетно-налоговых рычагов. Стоит отметить, что в самом названии статьи “Some Unpleasant Monetarist Arithmetic” (“Неприятная монетарная арифметика”) подчеркнуты особенности проявлений так называемого “парадокса регулирования”, который возникает вследствие слишком высокой динамики приумножения задолженности государства на фоне чрезмерной консервативности независимого ЦБ, когда, в отличие от высоких темпов роста государственного долга, одновременно происходит лишь незначительное увеличение инфляции. Также речь идет о текущем усилении со стороны ЦБ контрольных монетарных функций, способном повлечь за собой повышение уровня инфляции в долгосрочной перспективе.

В работах А. Блиндера [2], Б. Бернанке [3], Л. Свенссона [4], М. Вудфорда [5] и других ученых широко представлен анализ дизайна согласованности фискальной и монетарной политик в контексте задачи инфляционного таргетирования, где оптимальной характеристикой эффективности той или иной степени скоординированности выступает оценка потенциальных возможностей противодействия явлениям дестабилизации, измеряемым отклонениями от целевых значений макропоказателей (объема выпуска, уровня безработицы, инфляции и т. п.).

По предположениям известных западных ученых [6; 7], основой интегрированности фискальной и монетарной власти можно считать результативную деятельность ЦБ, направленную на удержание инфляции на целевом уровне. Однако, по мнению С. Шмитт-Грое и М. Урибе [8], в случае неспособности ЦБ единолично выполнять такую регуляторную функцию возможным становится кризис доверия к правительству. Проблема взаимного влияния денежно-кредитной политики и бюджетно-налоговых параметров поднимается также в работе П. Бенигно и М. Вудфорда [9], где подчеркивается рост общественных потерь в случае несовершенства регуляторных рычагов правительственных структур в части вероятного отклонения монетарных показателей от таргетированного уровня.

Многочисленные исследователи, среди которых стоит упомянуть Р. Бицму и Л. Бовенберга [10; 11], доказали, что управленческие конфигурации достижения целей макроэкономической политики могут иметь разнообразные формы в условиях как координации со стороны государственной власти, так и независимости ЦБ [13]. В последнем случае роль государственного долга как инструмента фискальной политики, влияющего на равновесие национальной социально-экономической системы (СЭС), возрастает. В любой ситуации процессы управления изменениями по всем составляющим экономической политики государства должны быть скоординированы в совокупности и во взаимодействии отдельных направлений (в том числе между структурами бюджетно-налоговых органов и автономных регуляторов денежно-кредитной сферы). Исследователи пришли к выводу, что даже при наличии политических противоречий во избежание парадокса регулирования [1] и для эффективного управления экономикой нужно определять целевые объемы заимствований. Чаше всего координация фискальных и монетарных правил, использование долговых инструментов имеют особенности в ЕС, где, согласно дополнению к Маастрихтскому договору, предпочтение в части стабилизации цен отдано независимому Европейскому центральному банку (ЕЦБ). В то же время каждая страна – член ЕС реализует автономную фискальную политику, отдельные составляющие которой координируются наднациональными законодательными и подзаконными актами.

В условиях новой экономической реальности СЭС всех уровней будут сталкиваться с обстоятельствами конкретных потрясений со стороны или предложения, или совокупного спроса в пространственно-временном аспекте. Таким образом, абсолютно уместным, на наш взгляд, является утверждение о том, что формы взаимодействия между монетарной и фискальной политиками функционально зависят от внутренних и внешних шоков, обусловленных нестабильностью в отношениях между государствами, субъектами предпринимательства и др.

Значительное внимание вопросам координации монетарной и бюджетной политик уделяют ведущие отечественные ученые. В последние годы, в силу потребностей научного обеспечения бюджетного процесса, в Украине активизировались дискуссии (см., например, работы В. Гейца [12; 13], А. Гриценко [14; 15], А. Амоши [16], Т. Ковальчука [17], С. Кораблина [18], Б. Данилишина [19], И. Луниной [20] и других) о необходимости интеграции монетарной и бюджетной политик с учетом единства целей устойчивого развития страны. Очевидно, что эти две составляющие макроэкономической политики не являются противоположностями, между ними возможны и необходимы взаимосвязь и взаимосогласованность. Результаты многих исследований в сфере методологических основ финансового регулирования, которые также содержатся в указанных научных работах, свидетельствуют, что распространение макроэкономического влияния умеренной бюджетно-налоговой политики и монетарной политики “дешевых денег” для достижения взаимосвязанных и взаимообусловленных целей предотвращения инфляции и обеспечения роста производства не является эффективным. При реализации долгосрочной политики экономического роста более обоснованы два методологических подхода. При первом, если монетарная политика является рестриктивной, то фискальная – экспансионистской. При втором подходе ограничивающим становится бюджетно-налоговое регулирование, а более проактивным – денежно-кредитное.

На наш взгляд, дальнейшее развитие институциональных основ взаимодействия фискальной и монетарной политик будет зависеть от функциональных механизмов делегирования полномочий соответствующим структурам менеджмента [21]. Поэтому

повышается роль скоординированных норм и правил, формирующих управленческое поведение пассивного или активного характера [22]. В таком контексте стоит предположить, что растущую результативность ЦБ, по мере усиления их независимого статуса, можно считать вызовом для руководящих органов в сфере фискальной политики с точки зрения степени их автономности. Такое утверждение, по нашему мнению, актуально в силу текущего положения дел. Мониторинговая или совещательная деятельность независимых фискальных институций или советов, существующих в некоторых странах, в большинстве случаев не сопровождается предоставлением им законодательно установленных контрольных функций. На сегодня рамки регуляторных полномочий бюджетно-налоговых структур значительно уже, чем объемы компетенций ЦБ в части, например, надзора и правоприменения в установлении процентных ставок. В таких государствах, как Украина, программы реформирования экономики должны составляться на основе изучения лучшей мировой практики делегирования круга прав и обязательств, а также их дальнейшей гармонизации в пространственно-временном измерении в целях получения, в конечном счете, синергетического эффекта от их взаимодействия. Это позволит соответствующим властным структурным подразделениям решать проблемы таргетирования инфляции и контроля государственного долга, максимально соблюдая принципы подотчетности, с ориентацией на единые управляемые прозрачные базы данных.

Объективные тенденции роста степени независимости ЦБ и исполнительных органов власти обуславливают необходимость обоснования корректировочных мер денежно-кредитной и бюджетно-налоговой составляющих финансовой политики государства, направленных на координацию действий по таргетированию инфляции и своевременное осуществление расходов на обслуживание и погашение долговых обязательств.

Достаточно конструктивной представляется точка зрения известных исследователей А. Диксита и Л. Ламбертини о том, что лидерство фискальной политики можно считать более целесообразным, чем монетарной [23]. При ведущей роли ЦБ существует много рисков снижения выпуска и увеличения потерь общества. Продуктивное взаимодействие двух составляющих финансовой политики, направленное на минимизацию этих потерь, возможно, если идентифицированы единые задачи в части устойчивого уровня цен, а также приближения целевого выпуска к потенциальному. В то же время имеет значение четкая спецификация в разграничении целеполагания: ЦБ заботится только об уровне цен, а правительство — о выпуске.

Для органов управления проблема выбора заключается в том, должны ли в основе их обязательств в рамках монетарной и фискальной политик быть прозрачные правила, а также в том, какие решения следует принимать с учетом конъюнктурных обстоятельств, связанных с дискреционной нормативной базой. Отсутствие в фискальной политике встроенных стабилизаторов в большинстве случаев не согласовывается с проведением монетарной политики на базе формально определенных транспарентных правил. Координация должна направляться на то, чтобы последствия денежно-кредитной политики не ограничивали бюджетно-налоговый регуляторный потенциал. Кроме того, стоит заметить, что неожиданная инфляция, по сути, означает расходы домохозяйств в виде так называемого "инфляционного налога" на общественное благосостояние. Таким образом, наличие обязательств правительства и реализация политики, основывающейся на указанных правилах, должны сопровождаться гибким взаимодействием экономических отношений разных сфер социально-экономического пространства.

Не менее важным стратегическим инструментом правительства является государственный долг, стабилизация которого традиционно выступает главной целью макроэкономического регулирования. Что касается взаимодействия фискальной и монетарной политик, то важно, по нашему мнению, рассматривать государственный долг не только как целевой ориентир для государственных агентов, но и как стратегический инструмент правительства, учитывая его влияние на поведение будущих правительств. Дискуссия вокруг этой проблемы ведется в известных научных исследованиях [24; 25]. Меры по предотвращению суверенного дефолта существенно влияют на основные рычаги благосостояния резидентов страны. В той мере, в какой правительство регулирует состояние и динамику заимствований сегодня, определяется набор альтернатив, доступных политикам, которые придут к власти в будущем.

Большое значение в совершенствовании способов взаимодействия между регуляторными монетарными и фискальными органами для каждого из них имеют статус, степень автономности, процедуры определения цели и функциональные особенности. По мнению отдельных ученых [26], если денежно-кредитные структуры мотивированы на недопущение отклонений от установленного уровня инфляции, а бюджетно-налоговые – в большинстве случаев ориентированы на результат, то их совместная деятельность может повлечь за собой давление на совокупный спрос. Такая точка зрения обуславливает многочисленные дискуссии. В свою очередь, меры по стабилизации государственного долга и укреплению результативности деятельности фискальных органов могут привести к инфляционным последствиям, из-за которых ЦБ будет вынужден повысить процентные ставки. В таком же контексте для стран с разным уровнем развития важен вопрос обратного влияния бюджетно-налоговых структур на показатели инфляции, а также на возможности поддержания процентных ставок на более низких уровнях.

В силу этого **цель статьи** – обосновать пути обновления институциональных начал взаимодействия фискальной и монетарной политик Украины, направленных на достижение неинфляционного, стабильного экономического роста. Совершенствование надлежашего координационного механизма между двумя ключевыми элементами государственного финансового регулирования должно происходить на макро- и микроуровнях деятельности экономических агентов с использованием норм и правил, не противоречащих друг другу. Следовательно, в условиях высокого уровня экономической неопределенности методологические подходы к выбору и использованию бюджетно-налоговых и денежно-кредитных инструментов достижения финансовой стабильности и обеспечения экономического роста нужно формировать с учетом особенностей развития национальной СЭС. Соответствующие рекомендации на средне- и долгосрочную перспективу должны основываться на результатах анализа и обобщения передового международного опыта в целях его имплементации в отечественную практику государственного регулирования.

В Украине признаки дестабилизации в течение 26 лет независимости проявляются по сценариям, сходным с транзитивными сырьевыми экономиками: ухудшение конъюнктуры на мировых товарных рынках – сокращение поступлений в бюджет – увеличение бюджетного дефицита – необеспеченная денежная эмиссия – возникновение напряженности на валютном рынке – потеря валютных резервов НБУ – девальвация национальной валюты – паника вкладчиков на банковском рынке – ценовая дестабилизация на потребительском рынке – повышение тарифов естественными монополистами – уменьшение реальных доходов населения – жесткая монетарная политика НБУ в целях стабилизации ситуации. К сожалению, в по-

следние периоды кризисные циклы стали возникать чаще. В упомянутые два десятилетия в Украине неоднократно декларировались единые задачи устойчивого экономического развития, а также поддержания динамики инфляции и долговых обязательств государства на безопасном уровне. Предусматривалось использование фискальных и монетарных рычагов с учетом принципа комплементарности со стороны правительства, центральных органов исполнительной власти (ЦОИВ) и НБУ. Вследствие ряда внешних шоков в 2008 г. и проявлений глобального финансово-экономического кризиса стало очевидно, что в Украине сложилась несовершенная институциональная структура национальной СЭС. Менеджмент в сфере экономической политики происходил в разных направлениях без надлежащего согласования его составляющих.

Стратегическим ориентиром в реформировании экономики Украины является переход от медленной динамики изменений и растущего неравенства в СЭС к всеобъемлющему, инклюзивному подъему. При этом следует иметь в виду угрозы шоков политической и социально-экономической неопределенности. По данным МВФ *, к важным внешним и внутренним факторам влияния на степень равновесия состояния национальных экономик можно отнести:

- сравнительно незначительный рост производительности и инвестиций, что ограничивает возможности подъема и не позволяет избавиться от бремени займов в секторальном измерении;

- вероятность дальнейшего ухудшения негативного влияния отдельных факторов уязвимости – более быстрого повышения процентных ставок и снижения цен на сырьевые товары, существенного укрепления курса доллара;

- высокие риски материализации условных обязательств, которые возникли из-за правительственных гарантий по корпоративным кредитам, в рамках долговой ситуации с государственными заимствованиями в странах с формирующимися рынками;

- угрозы для устойчивости финансовых систем в силу киберрисков и т. п.

В нашем государстве в годы финансовых потрясений не хватало научно обоснованных обновленных подходов к практике экономического регулирования (в частности, по отношению к роли и институциональным основам взаимодействия фискальной и монетарной составляющих финансовой политики, а также ее элементов). В странах с формирующимися рынками (в том числе в Украине) для финансовых институтов контроля и доверия, в контексте взаимодействия бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политик, характерно преобладание отношений субституциональности над отношениями комплементарности. В свою очередь, повышение роли последних будет способствовать расширению сферы ликвидности обращения денежных средств.

Поэтому основными среднесрочными перспективами в 2017 г. Правительством Украины совместно с МВФ были определены **: ускорение структурных реформ; направление денежно-кредитных рычагов на оздоровление банковской системы; введение взвешенных и гибких валютно-курсовых рычагов; дальнейшее укрепление государственных финансов на базе консолидации расходов и совершенствования налогообложения. Безусловно, установленные цели ограничивают применение

* IMF Fiscal Monitor: Achieving More with Less. April 2017 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2017/04/06/fiscal-monitor-april-2017>.

** Меморандум України з Міжнародним валютним фондом від 2 березня 2017 року [Электронный ресурс]. – Режим доступа : https://www.minfin.gov.ua/uploads/redactor/files/%D0%9C%D0%B5%D0%BC%D0%BE%D1%80%D0%B0%D0%BD%D0%B4%D1%83%D0%BC%20%D0%9C%D0%92%D0%A4_%D0%9A%D0%B8%D1%97%D0%B2,%202%20%D0%B1%D0%B5%D1%80%D0%B5%D0%B7%D0%BD%D1%8F%202017.pdf.

ние инструментов фискальной и монетарной политик приоритетами развития и особенностями кризисных явлений в текущем временном промежутке. В свою очередь, результативное взаимодействие институтов денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политик требует единства как в понятийно-оценочном аспекте, так и в организационном. В частности, властные структуры призваны регулировать структуру расходования бюджетных средств, учитывая особенности влияния государственных расходов на экономическую динамику в кратко- и долгосрочном периодах. В фазе кризиса бюджетно-налоговая система должна носить стимулирующий характер, а при переходе в фазу подъема возможна ее фискальная переориентация на сдерживание чрезмерного роста и на обеспечение сбалансированного развития.

В развитых странах в 2016 г., после длительного периода кризисов, пятилетние тенденции бюджетной консолидации имели признаки заметного смягчения благодаря мерам фискальной политики. Относительно 2017 и последующих годов принято предположение о сохранении нейтральной регуляторной среды в целом и соотношения дискреционных и недискреционных бюджетно-налоговых рычагов в частности. Как результат, в среднесрочной перспективе скорректированы ожидания в части динамики государственного долга: вместо уменьшения прогнозируется только его стабилизация с уровнем, превышающим 100% ВВП *.

Целесообразно рассмотреть динамику некоторых фискальных показателей Украины по сравнению со средними значениями: во-первых, группы стран по классификации МВФ ** (к которым относится и наше государство), во-вторых – тех же стран в Европейском регионе, а также 10 развивающихся стран G-20 *** (рис. 1–4 ****). На протяжении 2008–2014 гг. фискальный баланс сектора общего государственного управления (ОГУ) характеризовался перманентным дефицитом (в среднем минус 4,5% ВВП), который в течение большинства лет находился на уровне ниже допустимых параметров фискальной стабильности для стран ЕС и был значительно меньше среднего показателя по странам Европы и по странам с формирующимися рынками (см. рис. 1). Это подвергало государственные финансы рискам для фискальной стабильности, которые в полной мере проявились во время кризиса 2015–2016 гг., когда государство было вынуждено стремительно консолидировать свои расходы (см. рис. 3) и привести фискальный баланс к приемлемому уровню (в среднем минус 1,7% ВВП).

По сравнению с другими европейскими развивающимися странами государственные финансы Украины характеризуются высоким уровнем как доходов, так и расходов. В 2008–2016 гг. доходы сектора ОГУ Украины в среднем превышали уровень этих стран на 7,4 процентного пункта, а расходы – соответственно, на 9 процентных пунктов (см. рис. 2). Даже в 2016 г., когда относительный уровень государственных расходов сократился до минимального значения (40,6% ВВП), разрыв со странами Европы составил плюс 4 процентных пункта, а со средним уровнем всех стран с формирующимися рынками – плюс 9 процентных пунктов. Высокий уро-

* IMF Fiscal Monitor: Achieving More with Less. April 2017 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2017/04/06/fiscal-monitor-april-2017>.

** IMF Fiscal Monitor: Tackling Inequality. October 2017 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2017/10/05/fiscal-monitor-october-2017> (По данным этого документа (р. 72), Украина относится к государствам с развивающимися рынками и к странам со средним уровнем дохода).

*** Там же (По данным этого документа (р. 72), развивающиеся страны G-20 – Аргентина, Бразилия, Китай, Индия, Индонезия, Мексика, Россия, Саудовская Аравия, Южная Африка, Турция).

**** Поскольку сопоставления динамики показателей по двум последним группам стран свидетельствуют о тождественности основных тенденций в их изменениях, то в описательной части к рисункам упоминаются средние значения по странам Европы.

вень обязательств государства влечет за собой существенную налоговую нагрузку, что, в свою очередь, тормозит темпы экономического роста. В последние годы темпы роста номинальных доходов бюджета увеличивались под действием инфляционных факторов. Если в 2015 и 2016 гг. их влияние можно было оценить, соответственно, в 34% и 12% объема доходов сводного бюджета, то в ближайшей перспективе, в 2018 г., ожидается их постепенное сокращение до 8%*.

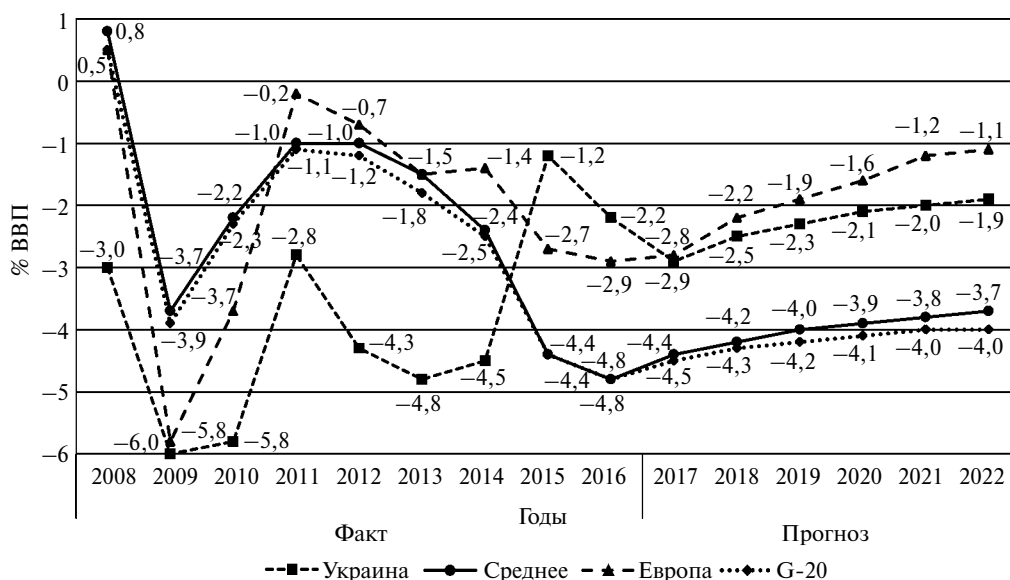


Рис. 1. Итоговый баланс сектора ОГУ по странам с формирующимися рынками и по странам со средним уровнем доходов

Чрезмерность расходной части бюджета, наряду с институциональными проблемами управления государственными финансами, привели к утрате управляемости параметрами долгосрочной фискальной стабильности, что обусловило стремительное наращивание государственного долга Украины во время кризиса 2014–2015 гг. (см. рис. 4). По итогам 2016 г., государственный и гарантированный государством долг преодолел отметку 80% ВВП и, по слишком пессимистическим, по нашему мнению, прогнозам МВФ, снизится до менее 60% лишь после 2022 г.

Что касается индикаторов циклически скорректированных фискальных балансов, то они дополнительно характеризуют структурную сбалансированность государ-

* В 2015 и 2016 гг. темпы инфляции в среднем к предыдущему году составили, соответственно, 48,7% и 13,9% против 43% и 20,1% темпов доходов сводного бюджета. В перспективе в 2017–2018 гг. среднегодовые темпы инфляции достигнут 11,2% при темпах доходов бюджета 19,7% (Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=353931>; Про схвалення Прогнозу економічного і соціального розвитку України на 2017 рік : Постанова Кабінету Міністрів України від 01.07.2016 р. № 399 [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/ru/399-2016-%D0%BF>; Про схвалення Прогнозу економічного і соціального розвитку України на 2018–2020 роки : Постанова Кабінету Міністрів України від 31.05.2017 р. № 411 [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/411-2017-%D0%BF>; Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу : Рішення Ради НБУ від 12.09.2017 р. № 37-рд; План на 2017 рік з урахуванням внесених змін станом на серпень 2017 р. / Звітність про виконання бюджетів / Державна казначейська служба України [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://www.treasury.gov.ua/main/uk/doccatalog/list?currDir=353931>; Проект Закону про Державний бюджет України на 2018 рік : Проект Закону від 15.09.2017 р. № 7000 [Электронный ресурс]. — Режим доступа : http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=62551).

ственных финансов с учетом текущего разрыва ВВП. К сожалению, обратной стороной консолидации государственных финансов Украины в течение 2014–2015 гг. стал существенный структурный профицит, который на первоначальном уровне достигал 5,5% потенциального ВВП в 2015 г. и 3% потенциального ВВП в 2016 г. *. Это спровоцировало снижение спроса в СЭС и повлекло за собой дополнительные риски для экономического роста, которые могут быть преодолены лишь в среднесрочной перспективе.

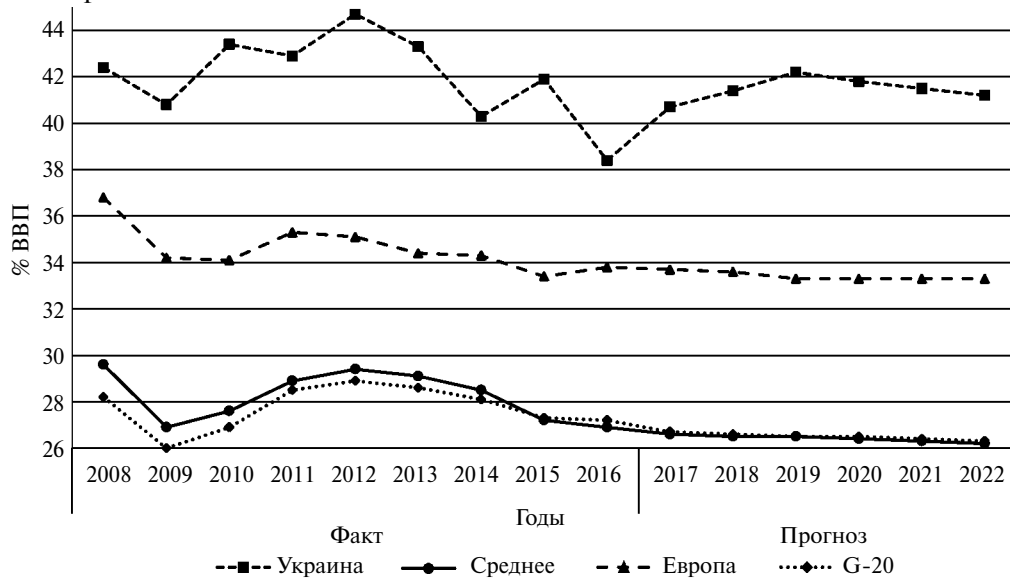


Рис. 2. Доходы сектора ОГУ по странам с формирующимися рынками и по странам со средним уровнем доходов

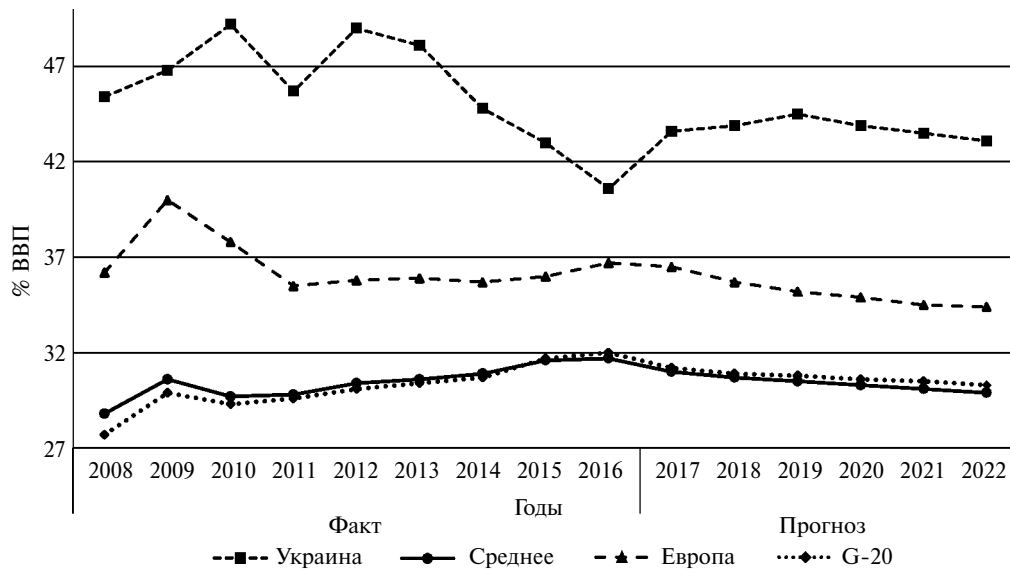


Рис. 3. Расходы сектора ОГУ по странам с формирующимися рынками и по странам со средним уровнем доходов

В дальнейшем меры фискальной политики в нашей стране будут сконцентрированы на постепенном уменьшении дефицита сектора ОГУ за счет совершенствова-

* IMF Fiscal Monitor: Tackling Inequality. October 2017. – P. 88 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2017/10/05/fiscal-monitor-october-2017>.

ния структуры государственных финансов *. Будут введены конкретные фискальные правила, управление рисками, стратегическое планирование инвестиционных процессов, а также деятельности предприятий государственной формы собственности — на базе проектного подхода. Предусмотрены повышение эффективности и качества бюджетных расходов, увеличение инфраструктурных капитальных расходов и т. п. Реформирование администрирования бюджетных доходов будет сопровождаться укреплением институционального потенциала государственной фискальной службы: повышением уровня прозрачности и подотчетности ее структурных подразделений; облегчением процедур соблюдения налогового законодательства и т. п.

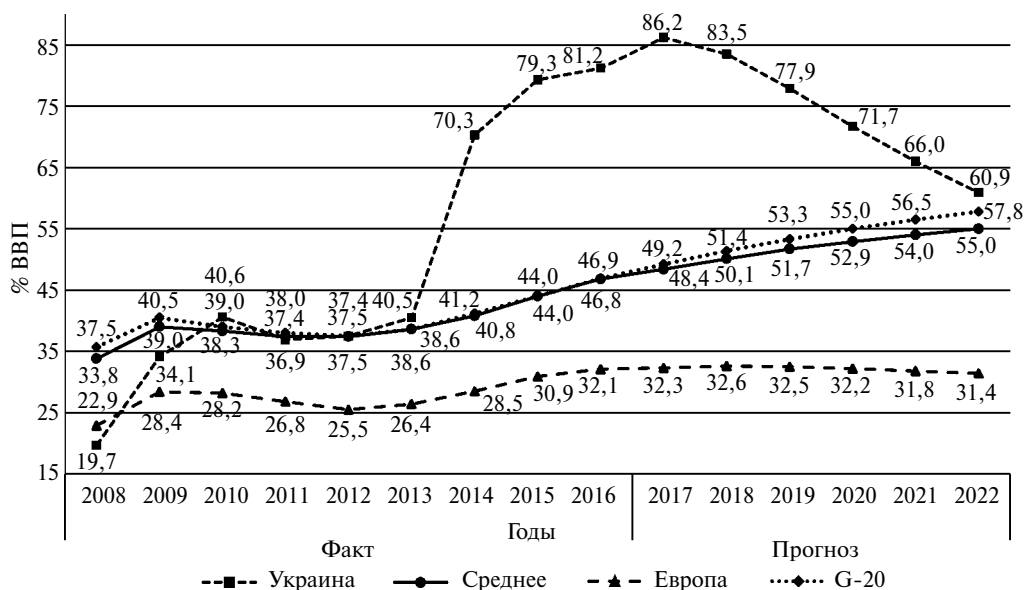


Рис. 4. Государственный и гарантированный государством долг по странам с формирующимися рынками и по странам со средним уровнем доходов

Для обеспечения финансовой стабильности необходимо согласовать монетарную и фискальную составляющие финансового регулирования и скоординировать решения в средне- и долгосрочной перспективе. Если долг номинирован в национальной валюте, то монетарные рычаги, регулируя инфляцию и ставки процента, повлияют также на темпы обесценения этого долга и на объем связанных с ним контингентных расходов. Позволяя инфляции вырасти, а процентной ставке — снизиться, ЦБ будет способствовать уменьшению риска дефолта [27].

В последние годы, в контексте стратегии усиления независимости НБУ согласно Закону Украины “О Национальном банке Украины” ** и в соответствии с обязательствами правительства перед МВФ ***, избран новый состав Совета НБУ, расширены его полномочия, привлечена к сотрудничеству на постоянной основе группа специалистов и научных экспертов. Это дало возможность совместно с общественным и профессиональным сообществом находить компромиссные решения

* Стратегія реформування системи управління державними фінансами на 2017–2020 роки : Розпорядження Кабінету Міністрів України від 08.02.2017 р. № 142-р [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/142-2017-%D1%80>.

** Про Національний банк України : Закон України від 11.10.2017 р. № 679-14 [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/679-14>.

*** Лист про наміри до Пані Крістін Лагард від 2 березня 2017 року [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=46564506>.

по актуальным вопросам, стоящим перед банковской системой. Новое институциональное образование – Совет по финансовой стабильности *, который является органом монетарного управления, – осуществляет подготовку рекомендаций по минимизации системных рисков, угрожающих равновесию банковской и финансовой систем государства, и разрабатывает эффективные механизмы сотрудничества и координации действий по обеспечению его финансовой устойчивости (в том числе в части совершенствования законодательного регулирования в этой сфере).

Позиция, которая согласовывается в результате обмена мнениями руководителей регуляторов финансовых рынков, Министерства финансов Украины и НБУ, выступает основой в переговорах с международными организациями и соответствующими органами иностранных государств по вопросам, относящимся к их компетенции.

Эти принципиальные изменения в сфере финансового управления дали возможность повысить степень прозрачности деятельности руководства НБУ. Дальнейшее расширение единого информационного пространства для принятия решений, которые будут способствовать предотвращению проявлений финансового кризиса, следует направлять на решение текущих проблем монетарной стабильности с привлечением ответственных представителей НБУ, Министерства финансов Украины, Министерства экономического развития и торговли Украины, научного сообщества и т. п. Уровень подотчетности Совета НБУ вырастет благодаря мерам по открытому обсуждению актуальных проблем с привлечением экспертных структур, образованных на добровольных началах. Предметом тщательного анализа специализированных групп профессионалов должны стать вопросы рисков и ликвидности в деятельности финансовых учреждений, а также вознаграждений и назначений персонала. Для урегулирования спорных ситуаций в отношениях банков с клиентами необходимо ускорить создание института банковского омбудсмена.

Согласно Меморандуму Украины с Международным валютным фондом, национальные законодательно-нормативные акты ** определяют приоритетами денежно-кредитной политики достижение и поддержание ценовой стабильности в государстве ***. Таргетирование инфляции, прежде всего, имеет целью снижение рыночной процентной ставки. Ее умеренный или низкий с макроэкономической точки зрения уровень служит стимулом к расширению бизнеса. В среднесрочном периоде годовой прирост индекса потребительских цен, установленный на уровне $5\% \pm 1$ процентный пункт, будет достигаться, в соответствии с дорожной картой, постепенно до 2020 г. После шоковой девальвации и инфляции, наблюдавшихся в 2014–2015 гг., в 2017 г. кризисные явления продолжились. Таргет инфляции в $8\% \pm 2$ процентных пункта, вероятнее всего, выполнен не будет.

Политике НБУ, направленной на сдерживание роста денежной базы для предотвращения увеличения денежного предложения, в определенной мере противоречат решения правительства об увеличении акцизного налогообложения, росте тарифов на энергоносители, снятии ограничений на регулирование цен на продукты социального значения. В совокупности текущий уровень инфляции на начало IV квартала

* Про Раду з фінансової стабільності : Указ Президента України від 24.03.2015 р. № 170/2015 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/170/2015>.

** Про Національний банк України : Закон України від 11.10.2017 р. № 679-14 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <http://zakon0.rada.gov.ua/laws/show/679-14>; Звіт про фінансову стабільність. НБУ. Випуск 3. Червень 2017 року [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=50604896>.

*** Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу. Рада Національного банку України. Від 12 вересня 2017 року [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=55564681>.

2017 г. превысил 16%, что вынудило НБУ в октябре впервые за два года повысить учетную ставку на 1 процентный пункт. Признаки растущей социальной напряженности стали причиной обращения к МВФ с просьбой пересмотреть сроки выполнения некоторых пунктов программы сотрудничества (в частности — о снятии моратория на куплю-продажу земель сельскохозяйственного назначения, дальнейшем повышении тарифов на энергоносители для населения). Дискуссия по этим вопросам стала существенным фактором задержки со стороны МВФ выделения Украине очередных траншей. Безусловно, такие сигналы не стимулируют инвестиционный климат экономического пространства, а также бизнес-среду в целом. Стоит заметить: по А. Блиндеру, принципиальной позицией является то, рассматривают ли распорядители правительства и ЦБ необходимость единого знаменателя в многомерной шкале принятия решений? существуют ли единая цель и механизмы ее достижения? [2].

Решение проблемы во всех ее обозначенных толкованиях заключается в координации составляющих финансовой политики, в результате которой снижение инфляции будет обеспечиваться за счет не только денежно-кредитных инструментов, но и бюджетно-налоговых. Необходимо активное привлечение фискальной властью рычагов налогового стимулирования деловой активности для регулирования уровня инфляции посредством управленческих программ отклонения выпуска от его целевого значения или государственного дефицита. С помощью введения фискальных стимулов поддержки инвестиций правительство сможет сокращать искажения на рынках товаров, ресурсов и услуг вследствие их несовершенства и монополизации власти. Поэтому в целях облегчения доступа к финансовому ресурсу Министерству финансов Украины совместно с НБУ следует распространять механизмы государственных гарантий по займам малому и среднему бизнесу (МСБ), программы субсидий и процентных ставок по кредитам для населения и МСБ, а также льготного кредитования для субъектов хозяйствования — стартапов, инновационных предприятий, молодых предпринимателей, женщин и т. п.

В контексте содействия формированию рынка проблемных кредитов, сокращению их объемов в банках важно последовательно совершенствовать налогообложение банковского сектора. Кроме того, необходимо ввести целевое рефинансирование банков, наращивающих кредитование реального сектора экономики по приоритетным направлениям, с использованием опыта стран ЕС.

Наша страна не стала исключением среди многих государств, где ЦБ оказались не способны к решению сложных кризисных проблем. В 2014–2016 гг. национальная банковская система подверглась глубокому системному кризису, проявлениями которого были ухудшение качества активов, девальвация гривни, снижение объемов сбережений домохозяйств и субъектов хозяйствования, истощение капитала вследствие убытков, крах крупных банков, реструктуризация обязательств правительства и системных государственных банков. После санации и очищения банковской системы неплатежеспособными были признаны 90 банков, на которые до кризиса приходилось около трети активов банковской системы. Часть расходов, связанных с кризисом, была осуществлена и признана в текущем году. Сокращение количества банков сопровождается усилением присутствия на рынке государственных банков и ростом их доли (до более чем 50%) в активах, капитале и привлечении денежных средств клиентов и МВФ, о чем свидетельствуют соответствующие статистические данные.

В ближайшей перспективе НБУ будет поддерживать бескомпромиссную позицию в отношении банков — нарушителей регулятивных требований, а также тех, которые причастны к отмыванию грязных денег. Для избежания ловушки информа-

ционной асимметрии важным является повышение требований к банкам в части публичного раскрытия информации на базе международных норм, с одновременной имплементацией лучшей практики комплаенса и правоприменения на базе принципов транспарентности и подотчетности, а также партнерства государства и бизнеса. При этом необходимо вводить новые требования к оценкам кредитных рисков и совершенствовать критерии определения отношений между связанными лицами.

Рассмотрим проблему общественных потерь в Украине из-за нарушения финансового равновесия. В мировой практике в большинстве случаев государства вынуждены нести основное бремя борьбы с кризисами. Чтобы оценить его масштаб, используют два основных показателя: расходы государства (бюджетные и квазифискальные) и прирост государственного и гарантированного государством долга *. По оценкам регулятора **, прямые расходы государства на преодоление последствий кризиса (14% ВВП), а также общие расходы с учетом частного сектора (38% ВВП) являются умеренными по сравнению с другими странами. Такие расходы профинансированы за счет целевого выпуска ОВГЗ, что позволило обеспечить процесс восстановления финансового сектора постепенно, не перекладывая это бремя одномоментно с периодом эмиссии на расходную часть бюджета. Но следует иметь в виду, что долговые проблемы предыдущих правительств заметно влияют на бюджетно-налоговую политику нынешних и будущих властных структур. Их деятельность должна адекватно реагировать на так называемое “фискальное прошлое” в контексте как текущих бюджетных проблем, так и среднесрочных целей, с пониманием конъюнктуры, которая влияет на конкретные пути их достижения (включая вероятные долгосрочные вызовы).

Невзирая на то, что 2017 г. был в деятельности НБУ довольно успешным с точки зрения формирования чистых международных резервов (в частности, наше государство возвратилось на рынок международных суверенных заимствований, разместив обязательства на 3 млрд. дол.), отношения Украины с МВФ остаются приоритетными. Хотя на 2017–2018 гг. уровень международных валютных резервов НБУ достаточен, все же без возобновления кредитования со стороны МВФ стабильность гривни в 2019 г. будет подвергаться значительным рискам. Именно качество сотрудничества украинского правительства с МВФ служит позитивным сигналом к усилению уверенности международных инвесторов в благоприятной бизнес-среде в нашем государстве. Украина является одним из крупнейших заемщиков МВФ после Португалии и Греции (следующие позиции занимают Ирландия и Пакистан). Большая доля долговых обязательств, номинированных в иностранных валютах, создает потенциальную угрозу для стабильности обменного курса национальной денежной единицы. В то же время существенная внешняя составляющая государственного долга усиливает негативное экономическое влияние экстерналийных шоков. Аналогичные последствия обусловлены краткосрочным характером государственного долга и недиверсифицированной структурой кредиторов (прежде всего, значительной долей нерезидентов – собственников государственных долговых обязательств). Уменьшить потребность в привлечении валютных денежных средств, а следовательно – и ослабить зависимость от мирового финансового рынка, можно лишь путем развития внутренних источников финансирования экономики.

Многие исследователи подчеркивают, что для открытой экономики в качестве крайне важного индикатора, который может быть дополнительно включен в функ-

* Звіт про фінансову стабільність. НБУ. Випуск 3. Червень 2017 року. – С. 52 [Электронный ресурс]. – Режим доступа : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=50604896/>.

** Там же.

цию потерь общества (а тем более — убытков ЦБ), следует рассматривать вероятные колебания номинального/реального эффективного валютного курса, формирующие измерение политики монетарных правил под влиянием деятельности ЦБ и правительства с учетом институциональных особенностей взаимодействия составляющих национального социально-экономического пространства. В многочисленных публикациях исследователей (в частности, Л. Свенссона [28; 29]) отображаются аналитические подходы к целеориентированию монетарной политики путем сопоставления того, что является более важным для общества и для ЦБ: низкий, постоянный уровень инфляции или стабильный уровень цен.

Как отмечалось, в научной литературе должное внимание уделяется вопросу относительного разграничения функций фискальной и монетарной власти при отсутствии или наличии обязательств со стороны правительства и ЦБ. В видении А. Диксита и Л. Ламбертини [23; 30; 31] независимый и консервативный ЦБ в большинстве случаев заботится о темпах инфляции. В свою очередь, фискальная власть имеет возможность повышать предложение на рынке товаров за счет разных форм государственной поддержки, а также снижать спрос и уровень цен благодаря изменениям в налоговой нагрузке и т. п. Именно разбалансированность в деятельности правительства и ЦБ повлечет за собой дополнительные транзакционные издержки, в силу чего для общества принципиальна степень интегрированности всех составляющих экономического пространства при наличии или зависимого ЦБ, или независимого. Синергетический результат в координации деятельности будет очевиден, когда разные ветви власти будут иметь спецификацию согласованных функций в рамках установленного управленческого дизайна. Так, правительство будет выбирать необходимую степень использования рычагов влияния фискальной политики на поддержание экономики в равновесном состоянии, если ЦБ способен системно и последовательно влиять на ценовую стабилизацию. Но, по мнению многих авторов, существуют риски того, что бескомпромиссная деятельность ЦБ в рамках антиинфляционной направленности может оказывать обратный эффект на инициативы фискальных органов для снижения задолженности [26]. В то же время в условиях независимости монетарной политики для эффективного взаимодействия правительства с ЦБ первому из них следует быть консервативнее в части таргета инфляции. На взгляд ученых, автономный ЦБ способен с высокой вероятностью удерживать уровень цен в статическом измерении. В динамике инфляция, скорее всего, может заметно расти в рамках календарных периодов за счет разных факторов (в частности, накопления государственного долга). Многочисленные публикации свидетельствуют, что для развивающихся экономик стран-кандидатов, а также стран — новых членов ЕС проблема координации между монетарной и фискальной политиками очень актуальна [26; 32; 33]. Безусловно, не вызывает сомнений предположение, что основой их взаимодействия является то, что обе составляющие финансовой политики аналогично влияют на совокупный спрос и на инфляцию. Поэтому, с точки зрения ученых, упомянутое взаимодействие не стоит интерпретировать исключительно в терминах конфликта или прямого сотрудничества.

Сегодня координация деятельности НБУ и правительства Украины нуждается в дальнейшем совершенствовании.

Во-первых, в течение периода независимости развитие экономики Украины характеризовалось негативными тенденциями, в частности — постепенной утратой отраслей, которые генерируют продукцию с высокой долей добавленной стоимости и удельный вес которых в общем экспорте уменьшается.

Во-вторых, Украина имеет открытую модель сырьевой экономики. Суммарный объем экспорта и импорта превышает годовой ВВП, а экспорт равен почти его половине. Общий вклад нашего государства в мировой ВВП не превышает 0,1% *, поэтому существует зависимость наполнения бюджета от конъюнктуры цен на мировых товарных рынках. Крупнейшие финансовые кризисы (1998, 2008 и 2014 гг.) совпадают с периодами снижения цен на мировых товарных рынках, а следовательно — с увеличением бюджетного дефицита и возникновением необеспеченного спроса на валюту на внутреннем рынке.

В силу изложенного НБУ, имея набор монетарных и административных инструментов, может смягчать проблемы в экономике, но допущенные ошибки могут обострять кризисные явления. Практика управления денежной базой показала, что есть два основных канала эмиссии денег: 1) продуктивный, когда НБУ выкупает на рынке излишек валютной выручки, а деньги через трансмиссионный механизм поступают в денежное обращение и создают мультипликативный эффект развития; 2) прямое рефинансирование банков во время кризиса ликвидности рынка, что влечет за собой увеличение спроса на валютном рынке и углубление кризисных явлений, а потому при отсутствии результативных рычагов влияния приводит к большим общественным потерям. Эмиссия денег под долгосрочные обязательства правительства также оказывает конечный негативный эффект на стоимость денег.

Соответственно, нужна государственная системная политика, направленная на укрепление институтов развития, и в том числе — поддержку экспортных отраслей (например, создание Экспортно-кредитного агентства, а также национального банка реконструкции и развития).

Сегодня стоимость денежного ресурса на внутреннем рынке не способствует устойчивому экономическому росту. Кроме того, существенные риски для инфляционного таргетирования связаны с высоким уровнем долларизации украинской экономики. Например, уровень долларизации денежной массы М3 повысился с 27,2% в 2013 г. до 31,9% в августе 2017 г. (в том числе доля депозитов корпоративного сектора в иностранной валюте выросла вдвое — с 6,9% до 12,3%) **. Вследствие наличия значительного портфеля негативно классифицированных активов снижение процентных ставок по кредитам для субъектов хозяйствования происходит очень медленно. Банки уменьшают ставки по депозитам физических лиц из-за ограниченных потребностей в ресурсах для кредитования надежных клиентов. Создание благоприятных условий для кредитования бизнеса возможно при эффективной координации монетарной и бюджетной политик, что, в свою очередь, обеспечит восстановление доверия к банковскому сектору. На основе инфляционного таргетирования субъектам внутреннего рынка предоставляются ориентиры для изменений уровня цен, а главное — достигается уверенность в твердом обеспечении установленных темпов инфляции ***.

Повышение цен на энергоносители в предыдущие периоды и высокие темпы роста цен товаропроизводителей влияют на ожидания субъектов хозяйствования.

* Рассчитано автором на основе статистических данных Всемирного банка.

** Огляди сектору депозитних корпорацій (НБУ та банків) за оперативними даними / Національний банк України [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=27281785>.

*** Про схвалення Прогнозу економічного і соціального розвитку України на 2018–2020 роки : Постанова Кабінету Міністрів України від 31.05.2017 р. № 411 [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/411-2017-%D0%BF>; Інфляційний звіт / Національний банк України [Электронный ресурс]. — Режим доступа : https://bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=742185.

Поэтому на нынешнем этапе замедление темпов потребительской инфляции выходит за рамки установленных плановых уровней *. Однако, по мнению руководства НБУ, в 2018 г. ситуация улучшится, и есть вероятность того, что индикатор инфляционного таргета останется в рамках прогнозного сценария, а угроза стагфляции также маловероятна. Факторами, которые будут способствовать достижению целевых показателей инфляции, определены: улучшение инфляционных ожиданий экономических агентов вследствие экономической стабилизации; уменьшение эффектов влияния обменного курса и цен производителей; снижение инфляционного влияния административно регулируемых цен **.

Каждый девальвационно-инфляционный шок оказывает негативное влияние на бизнес — сокращаются объемы производства и уменьшается внутренний спрос. Поэтому меры по переходу от политики фиксированного валютного курса к плавающему будут способствовать расширению инструментария регулятора, направленного на обеспечение стабильности национальной денежной единицы. Между тем при ограничении денежного предложения со стороны НБУ в 2017 г. и росте тарифов и акцизов на внутреннем рынке происходит перераспределение оборотных денежных средств не в пользу отечественных субъектов деловой активности. Соответственно, ожидания и поведение этих субъектов могут противоречить подходам, установленным правительством и НБУ. Все же, несмотря на фактическое отсутствие кредитования экономики со стороны банковского сектора, в 2017 г. предусматривался прирост ВВП (2,2%), который превышал базовые прогнозы (1,9%) Всемирного банка и МВФ на начало этого года.

Дальнейшие изменения в реформировании финансового сектора имеют целью повышение требований к адекватности капитала, а также создание источников помощи на поддержание ликвидности и платежеспособности экономических агентов. В частности, речь идет о национальном Фонде стабилизации банковского сектора за счет специальных взносов банков пропорционально размеру их активов.

Финансовое состояние банковского сектора должно стабилизироваться в 2017 г., поскольку основные потери были зарезервированы в 2014–2016 гг. Как только национальная экономика продемонстрирует устойчивое восстановление, соответственно, должно ускориться возобновление кредитования. В свою очередь, предоставление новых кредитов расширит производственные мощности товаропроизводителей. В то же время политические риски остаются основным фактором, который может вновь поставить перспективу роста под угрозу.

На смену огосударствлению банковского сектора должна прийти упорядоченная, эффективная, своевременная приватизация банков (национализированных и унитарных). Такой курс призван учитывать потребность в государственных банках для Украины в условиях преодоления системного кризиса и шоковых потрясений. По мнению автора, интерес потенциальных иностранных инвесторов к украинским банкам очень ограничен. Государству следует определиться с курсом на слияние государственных банков и разграничение стратегии бизнеса подконтрольных банков, придерживаясь правил здоровой конкуренции, прозрачности и противодействия коррупции. Украинский фондовый рынок остается слишком мелким для публичного размещения акций государственных банков. Подготовка к приватизации должна

* Основні засади кредитно-грошової політики на 2017 рік та середньострокову перспективу. НБУ. Від 21.12.2016 р. [Електронний ресурс]. — Режим доступа : <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=41556547>.

** Про Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу : Рішення Ради НБУ від 12.09.2017 р. № 37-рд.

предусматривать радикальные, масштабные, взвешенные меры по санации бизнеса государственных банков, которая повысит их инвестиционную привлекательность.

Выводы

В условиях пребывания экономики ниже потенциального уровня (отрицательный ВВП-разрыв будет наблюдаться, вероятнее всего, до 2022 г.) рестрикционная фискальная политика может стать ограничивающим фактором для экономического подъема в Украине. Следует иметь в виду, что обесценение реального эффективного обменного курса и выравнивание торгового баланса создали предпосылки для роста мультипликатора государственных расходов. Достичь в 2030 г. снижения уровня государственного долга до 35% ВВП можно, увеличив дефицит бюджета и размер фискальных стимулов, по меньшей мере, на период до завершения негативного экономического цикла. В силу состояния, в котором сегодня находится экономика Украины, необходимо стимулировать рост спроса и ВВП. Это создаст пространство для более широкого использования денежно-кредитных рычагов экономического роста.

С учетом высокой зависимости СЭС Украины от внешней конъюнктуры скоординированные денежно-кредитная и фискальная политики предстают ключевыми инструментами государственно антициклической политики *. В случае чрезмерно жесткой или мягкой фискальной политики в части объемов государственных заимствований органы денежно-кредитного регулирования в среднесрочной перспективе будут вынуждены принимать компенсационные меры.

На практике, в связи с большей зависимостью национальной фискальной политики от политических циклов, меньше внимания обращается на риски и угрозы для стабильности денежно-кредитной политики, чем наоборот. Поэтому повышенного внимания со стороны властных структур Украины требует вопрос характера текущей бюджетно-налоговой политики. Степень ее жесткости должна быть последовательно направленной с учетом уровня показателя структурного первичного баланса. Речь идет, с одной стороны, об уменьшении долговой нагрузки до безопасных пределов, а с другой – о нейтрализации роста будущих государственных расходов, обусловленных демографической ситуацией в стране.

Мировой теоретический и практический опыт в сфере стимулирования экономики доказывает приоритетность более эффективного использования монетарных инструментов в целях борьбы с инфляцией, а соответственно, фискальных – для расширения совокупного спроса и совокупного предложения. В силу этого в Украине институциональное взаимодействие элементов макроэкономической политики в государственном регулировании экономического роста должно базироваться на сочетании жесткой денежно-кредитной политики (в целях предотвращения попадания в ликвидную ловушку) и мягкой бюджетно-налоговой политики (при условии рациональной структуры государственных расходов и доходов).

Учет долгосрочных задач – прежде всего, связанных с обеспечением макрофинансовой стабильности и поддержанием инновационно-инвестиционного типа экономического роста в рамках координации бюджетной и монетарной политик – является важнейшей стратегической целью правительства, Министерства финансов Украины и НБУ **. Поэтому в контексте ориентации государственного управ-

* Антициклическая политика – любые аспекты экономической политики, направленные на уменьшение экономических и финансовых колебаний [34, р. 86].

** Про затвердження середньострокового плану пріоритетних дій Уряду до 2020 року та плану пріоритетних дій Уряду на 2017 рік : Розпорядження Кабінету Міністрів України від 03.04.2017 р. № 275-р [Электронный ресурс]. – Режим доступа : http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/KR170275.html.

ления на единые цели, связанные с таргетированием инфляции, важно решить проблему научного сопровождения разработки и введения интегрированных подходов к правилам финансовой дисциплины. Иначе говоря, необходимо координировать финансовые результаты повышения степени обоснованности бюджетного дефицита и ценовой определенности, что, в свою очередь, создаст предпосылки для монетарной стабильности. Такие подходы помогут минимизировать общественные расходы в условиях внешних и внутренних экономических шоков.

Ввиду того факта, что рост независимости ЦБ будет способствовать финансовой стабильности и устойчивости государственной антиинфляционной политики, крайне важным является укрепление организационных основ взаимодействия национальных органов денежно-кредитной и фискальной политик. Избежание признаков противоречивости в их деятельности должно быть обеспечено за счет сбалансированного правового и экономического пространства функционирования структур НБУ, министерств и ведомств. Последовательной гармонизации требуют статус соответствующих институциональных единиц, система органов управления, степень их независимости, открытости и подотчетности. Углубление понятийно-оценочного понимания институциональных структур будет опираться на информационное пространство денежного рынка и рынка капитала с учетом особенностей поведения, контрактных инструментов, соединяющих людей и организации, а также изменений в основах составляющих формальной и неформальной сфер, взаимосвязей и взаимоотношений экономических агентов.

Список использованной литературы

1. *Sargent T.J. and Wallace N.* Some Unpleasant Monetarist Arithmetic / Federal Reserve Bank of Minneapolis // Quarterly Review. — 1981. — Vol. 5. — No. 3. — P. 1–17.
2. *Blinder A.S.* Issues in the Coordination of Monetary and Fiscal Policy / NBER Working Paper No. 982. — 1982.
3. The Inflation-Targeting Debate ; [Bernanke B.S. and Woodford M. (Eds.)]. — Chicago : University of Chicago Press. — 2005. — 468 p.
4. *Svensson L.E.O. and Woodford M.* Implementing Optimal Policy through Inflation-Forecast Targeting. In: The Inflation-Targeting Debate ; [Bernanke B.S. and Woodford M. (Eds.)]. — Chicago : University of Chicago Press. — 2005. — 468 p.
5. *Woodford M.* The Optimum Quantity of Money. In: Handbook of Monetary Economics. — Vol. 2, 1st Edition ; [Friedman B.M. and Hahn F.N. (Eds.)]. — North Holland. — 1990. — 620 p.
6. *Schmitt-Grohe S., Uribe M.* Optimal Fiscal and Monetary Policy under Sticky Prices // Journal of Economic Theory. — 2004. — Vol. 114. — Iss. 2. — P. 198–230.
7. *Persson M., Persson T., Svensson L.* Time Consistency of Fiscal and Monetary Policy: A Solution / NBER Working Paper No. 11088. — 2005.
8. *Schmitt-Grohe S., Uribe M.* Optimal Fiscal and Monetary Policy in a Medium-Scale Macroeconomic Model / European Central Bank Working Paper Series No. 612. — 2006. — April.
9. *Benigno P., Woodford M.* Optimal Inflation Targeting under Alternative Fiscal Regimes / NBER Working Paper No. 12158. — 2006.
10. *Beetsma R. and Jensen H.* Inflation Targets and Contracts with Uncertain Central Banker Preferences // Journal of Money, Credit, and Banking. — 1998. — Vol. 30. — No. 3. — Part 1. — August. — P. 384–403.
11. *Beetsma R., Bovenberg L.* The Role of Public Debt in the Game of Double Chicken. — 1995 [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <https://cris.maastrichtuniversity.nl/portal/files/1562830/guid-f24b550f-735e-4581-929e-c6634ccd5d6c-ASSET1.0>.

12. *Геєць В.М.* 25 років трансформаційних змін. Що далі? // Економіка і прогнозування. – 2016. – № 2. – С. 7–8.
13. *Геєць В.М.* Економіка України: ключові проблеми і перспективи // Економіка і прогнозування. – 2016. – № 1. – С. 7–22.
14. *Гриценко А.А.* Економіка України на шляху до інклюзивного розвитку // Економіка і прогнозування. – 2016. – № 2. – С. 9–23.
15. Інституційні трансформації соціально-економічної системи України : моногр. ; [за ред. А.А. Гриценка]. – К. : Ін-т екон. та прогноз. НАН України, 2016. – 273 с.
16. *Амоша А., Вишневский В.* К вопросу об оценке уровня налогов в Украине // Экономика Украины. – 2002. – № 8. – С. 11–19.
17. *Ковальчук Т.Т.* SOS – в Украине неокOLONиальная модель валютной политики // Экономика Украины. – 2014. – № 10. – С. 4–13.
18. *Кораблін С.О.* Модель відстаючого зростання: економічні фактори та наслідки для України // Економіка і прогнозування. – 2016. – № 2. – С. 74–85.
19. *Данилишин Б.М.* Монетаризм і роль центральних банків: від загальносвітових теорій до управлінської практики [Електронний ресурс]. – Режим доступа : <https://dt.ua/macrolevel/monetarizm-i-rol-centralnih-bankiv-vid-zagalnosvitovih-teoriy-do-ukrayinskoji-praktiki-.html>.
20. *Луніна І.О.* Оподаткування багатства: міжнародний досвід та уроки для України // Фінанси України. – 2013. – № 2. – С. 21–31.
21. *Wren-Lewis S.* Comparing the delegation of monetary and fiscal policy. – Department of Economics, University of Oxford / Discussion Paper Series No. 540. – 2011.
22. *Davig T., Leeper E M.* Monetary-Fiscal Policy Interactions And Fiscal Stimulus / NBER Working Paper No. 15133. – 2009.
23. *Dixit A., Lambertini L.* Interactions of Commitment and Discretion in Monetary and Fiscal Policies // American Economic Review. – 2003. – Vol. 93. – No. 5. – P. 1522–1542.
24. *Persson T., Tabellini G.* Macroeconomic Policy, Credibility and Politics. – Vol. 1 : Fundamentals of Pure and Applied Economics. – Taylor & Francis. – 2002. – 200 p.
25. *Dornbusch R., Draghi M.* Public Debt Management: Theory and History. – Cambridge University Press; 1 edition. – 2008. – 376 p.
26. *Šehović D.* General Aspects of Monetary and Fiscal Policy Coordination // Journal of Central Banking Theory and Practice. – 2013. – No. 3. – P. 5–27.
27. *Єфименко Т.І.* Фіскальний простір і стабілізація державних фінансів // Фінанси України. – 2017. – № 9. – С. 7–28.
28. *Svensson L.E.O.* What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules // Journal of Economic Literature. – 2003. – Vol. 41. – No. 2. – P. 426–477.
29. *Svensson L.E.O. and Williams N.* Optimal Monetary Policy Under Uncertainty: A Markov Jump-Linear-Quadratic Approach // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. – 2008. – Vol. 90. – No. 4. – P. 275–293.
30. *Barro R.J., Gordon D.B.* Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy // Journal of Monetary Economics. – 1983. – No. 12. – P. 101–121.
31. *Aoki K., Nikolov K.* Rule-Based Monetary Policy under Central Bank Learning / CEPR Discussion Paper No. 5056. – 2005.
32. *Buti M., Roeger W., In't Veld J.* Stabilizing Output and Inflation: Policy Conflicts and Co-operation under a Stability Pact // Journal of Common Market Studies. – 2001. – Vol. 39. – Iss. 5. – December. – P. 801–828.

33. *Abdel-Haleim S.M.* Coordination of Monetary and Fiscal Policies: The Case of Egypt // *An Online International Research Journal*. — 2016. — Vol. 2. — Iss. 4. — P. 933–954.

34. *Scheffler R.M.* World Scientific Handbook of Global Health Economics and Public Policy. — Vol. 1 : The Economics of Health and Health Systems. — World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd. — 2016.

References

1. Sargent T.J., Wallace N. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis. Quarterly Review*, 1981. Vol. 5, No. 3, pp. 1–17.

2. Blinder A.S. Issues in the coordination of monetary and fiscal policy. NBER Working Paper No. 982, 1982.

3. The Inflation-Targeting Debate. B.S. Bernanke, M. Woodford (Eds.). Chicago, University of Chicago Press, 2005.

4. Svensson L.E.O., Woodford M. Implementing Optimal Policy through Inflation-Forecast Targeting, in: *The Inflation-Targeting Debate*. B.S. Bernanke, M. Woodford (Eds.). Chicago, University of Chicago Press, 2005.

5. Woodford M. The Optimum Quantity of Money, in: *Handbook of Monetary Economics*. Vol. 2, 1st Edition. B.M. Friedman, F.H. Hahn (Eds.). North Holland, 1990.

6. Schmitt-Grohe S., Uribe M. Optimal fiscal and monetary policy under sticky prices. *Journal of Economic Theory*, 2004, Vol. 114, Iss. 2, pp. 198–230.

7. Persson M., Persson T., Svensson L. Time consistency of fiscal and monetary policy: a solution. NBER Working Paper No. 11088, 2005.

8. Schmitt-Grohe S., Uribe M. Optimal fiscal and monetary policy in a medium-scale macroeconomic model. European Central Bank, Working Paper Series, No. 612, April 2006.

9. Benigno P., Woodford M. Optimal inflation targeting under alternative fiscal regimes. NBER Working Paper No. 12158, 2006.

10. Beetsma R., Jensen H. Inflation targets and contracts with uncertain central banker preferences. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1998, Vol. 30, No. 3, Part 1, pp. 384–403.

11. Beetsma R., Bovenberg L. The role of public debt in the game of Double Chicken. 1995, available at: <https://cris.maastrichtuniversity.nl/portal/files/1562830/guid-f24b550f-735e-4581-929e-c6634ccd5d6c-ASSET1.0>.

12. Heyets V.M. *25 rokiv transformatsiinykh zmin. Shcho dali?* [25 years of transformations. What's next?]. *Ekonomika i prognozuvannya – Economy and forecasting*, 2016, No. 2, pp. 7–8 [in Ukrainian].

13. Heyets V.M. *Ekonomika Ukrainy: klyuchovi problemy i perspektyvy* [Ukraine's economy: key problems and prospects]. *Ekonomika i prognozuvannya – Economy and forecasting*, 2016, No. 1, pp. 7–22 [in Ukrainian].

14. Grytsenko A.A. *Ekonomika Ukrainy na shlyakhu do inklyuzyvnoho rozvytku* [The economy of Ukraine on the path to inclusive development]. *Ekonomika i prognozuvannya – Economy and forecasting*, 2016, No. 2, pp. 9–23 [in Ukrainian].

15. *Instytutsiini Transformatsii Sotsial'no-Ekonomichnoi Systemy Ukrainy* [Institutional Transformations of Social and Economic System of Ukraine]. Kyiv, Institute for Economics and Forecasting of the NAS of Ukraine, 2016 [in Ukrainian].

16. Amosha A., Vishnevskii V. *K voprosu ob otsenke urovnya nalogov v Ukraine* [On the question on estimation of the level of taxes in Ukraine]. *Ekonomika Ukrainy – Economy of Ukraine*, 2002, No. 8, pp. 11–19 [in Russian].

17. Koval'chuk T.T. *SOS – v Ukraine neokolonial'naya model' valyutnoi politiki* [SOS – the neocolonial model of currency policy can be present in Ukraine]. *Ekonomika Ukrainy – Economy of Ukraine*, 2014, No. 10, pp. 4–13 [in Russian].

18. Korablin S.O. *Model' vidstayuchoho zrostannya: ekonomichni faktory ta naslidky dlya Ukrainy* [The “lagging growth” model: economic factors and consequences for Ukraine]. *Ekonomika i prognozuvannya – Economy and forecasting*, 2016, No. 2, pp. 74–85 [in Ukrainian].
19. Danylyshyn B.M. *Monetaryzm i rol' tsentral'nykh bankiv: vid zahal'nosvitovykh teorii do upravlins'koi praktyky* [Monetarism and role of central banks: from global theories to managerial practice], available at: https://dt.ua/macrolevel/monetarizm-i-rol-centralnih-bankiv-vid-zagalnosvitovih-teoriy-do-ukrayinskoyi-praktiki-_.html [in Ukrainian].
20. Lunina I.O. *Opodatkovannya bahatstva: mizhnarodnyi dosvid ta uroky dlya Ukrainy* [Taxation of wealth: international experience and lessons for Ukraine]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 2013, No. 2, pp. 21–31 [in Ukrainian].
21. Wren-Lewis S. Comparing the delegation of monetary and fiscal policy. Department of Economics, University of Oxford, Discussion Paper Series, No. 540, 2011.
22. Davig T., Leeper E.M. Monetary-fiscal policy interactions and fiscal stimulus. NBER Working Paper No. 15133, 2009.
23. Dixit A., Lambertini L. Interactions of commitment and discretion in monetary and fiscal policies. *American Economic Review*, 2003, Vol. 93, No. 5, pp. 1522–1542.
24. Persson T., Tabellini G. *Macroeconomic Policy, Credibility and Politics*. Vol. 1: Fundamentals of Pure and Applied Economics. Taylor & Francis, 2002.
25. Dornbusch R., Draghi M. *Public Debt Management: Theory and History*. Cambridge University Press, 1 edition, 2008.
26. Šehović D. General aspects of monetary and fiscal policy coordination. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 2013, No. 3, pp. 5–27.
27. Iefymenko T.I. *Fiskal'nyi prostir i stabilizatsiya derzhavnykh finansiv* [Fiscal space and stabilization of public finance]. *Finansy Ukrainy – Finance of Ukraine*, 2017, No. 9, pp. 7–28 [in Ukrainian].
28. Svensson L.E.O. What is wrong with Taylor rules? Using judgment in monetary policy through targeting rules. *Journal of Economic Literature*, 2003, Vol. 41, No. 2, pp. 426–477.
29. Svensson L.E.O., Williams N. Optimal monetary policy under uncertainty: a Markov jump-linear-quadratic approach. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 2008, Vol. 90, No. 4, pp. 275–293.
30. Barro R.J., Gordon D.B. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 1983, No. 12, pp. 101–121.
31. Aoki K., Nikolov K. Rule-based monetary policy under central bank learning. CEPR Discussion Paper No. 5056, 2005.
32. Buti M., Roeger W., In't Veld J. Stabilizing output and inflation: policy conflicts and co-operation under a stability pact. *Journal of Common Market Studies*, 2001, Vol. 39, Iss. 5, pp. 801–828.
33. Abdel-Haleim S.M. Coordination of monetary and fiscal policies: the case of Egypt. *An Online International Research Journal*, 2016, Vol. 2, Iss. 4, pp. 933–954.
34. Scheffler R.M. *World Scientific Handbook of Global Health Economics and Public Policy*. Vol. 1: The Economics of Health and Health Systems. World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., 2016.

Статья поступила в редакцию 2 ноября 2017 г.