

УДК 339.7

Т.А. КРИЧЕВСКАЯ,
*кандидат экономических наук, ведущий
научный сотрудник
ГУ «Институт экономики и прогнозирования
НАН Украины»*

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА ВЕДУЩИХ ЭКОНОМИК И ВЫЗОВЫ ПОСТКРИЗИСНОГО ВОССТАНОВЛЕНИЯ

В статье сформулированы вызовы и противоречия, встающие перед денежно-кредитной политикой ведущих экономик мира на современном этапе. Поскольку посткризисное восстановление во многом будет зависеть от успешности преодоления внешних и внутренних дисбалансов, рассмотрена роль денежно-кредитной политики в США и зоне евро в формировании этих дисбалансов и в моделях экономического развития стран. Раскрыты некоторые особенности вызовов к денежно-кредитной политике Украины.

Ключевые слова: *денежно-кредитная политика, посткризисное восстановление, макроэкономические и финансовые дисбалансы, Федеральная резервная система, Европейский центральный банк, ликвидность, доверие, экономическая система.*

Во время кризисных 2008–2009 гг. органам государственного регулирования большинства развитых стран мира удалось избежать ряда ошибок периода Великой депрессии, в частности, в сфере денежно-кредитной политики, благодаря чему и в них, и в целом в мировой экономике уже в 2010 г. экономический рост восстановился. Так, если в 2009 г. ВВП стран зоны евро снизился на 4,3%, развитых экономик – на 3,7% и мировой ВВП – на 0,7%, то в 2010 г. ВВП стран зоны евро вырос на 1,9%, развитых экономик – на 3,2%, а мировой ВВП – на 5,2%.

Тем не менее мер Европейского центрального банка по неограниченному предоставлению банковской системе ликвидности (речь идет о рефинансировании банков посредством тендеров с фиксированной процентной ставкой, без ограничения суммы кредитов и по рекордно низким процентным ставкам, а также покупках государственных ценных бумаг проблемных стран еврозоны) оказалось недостаточно, чтобы восстановить и сохранить экономический рост в ряде стран еврозоны: Греции, Испании, Ирландии, Португалии, а впоследствии и Италии (ГИИПИ). Модели экономического роста в этих странах, сформировавшиеся под влиянием перехода на евро, после кризиса 2008–2009 гг. оказались нежизнеспособными.

В 2011 г. проблемы, связанные с удорожанием суверенных заимствований, с ГИИПИ распространились и на других членов еврозоны. Это привело не только к повышению процентных ставок по государственным ценным бумагам, но и к сжатию банками кредитования частного сектора в связи с необходимостью наращивания относительной капитализации в условиях роста уровня риска их активов. Меры фискальной консолидации, принимаемые европейскими странами в краткосрочном периоде, естественно, не способствуют экономическому росту. В результате в 2011 г. в странах еврозоны он замедлился до 1,6%, а в 2012 г. там ожидается умеренная рецессия – МВФ прогнозирует падение реального ВВП еврозоны на 0,5%.

Что касается посткризисного восстановления в США, то в 2010 г. согласно данным Бюро экономического анализа рост реального ВВП в размере 3% был обеспечен, в первую очередь, за счет валовых частных внутренних инвестиций (2%) и частного потребления (1,4%). Но уже в 2011 г. основная часть роста пришлась на потребление (1,5% из 1,7%). Под действием активного денежно-кредитного стимулирования с мая 2010 г. в США начала снижаться норма сбережений домохозяйств, а в мае 2011 г. этот процесс еще более ускорился. С октября 2011 г. начал снижаться уровень безработицы в стране, достигнув в конце года 8,5%. Вместе с тем только 0,6 п. п. экономического роста в США в 2011 г. пришлось на прирост инвестиций, что свидетельствует об отсутствии надежного фундамента для дальнейшего экономического восстановления. Тем не менее в краткосрочной перспективе экономический рост в США, а также в Японии будут подпитывать действия инвесторов, пытающихся избежать повышенных рисков вложений в странах еврозоны. Вызовы, возникшие перед денежно-кредитной политикой в разгар мирового экономического кризиса в 2008–2009 гг., потребовали нестандартных решений, каковые и были найдены в виде политики «количественного послабления». Нетрадиционность мер и характера политики во время кризиса столь же естественны, как и выпадающие из традиционного образа жизни меры при лечении больного организма. Антикризисные меры ЕЦБ его бывший президент Ж.-К. Трише называл, скорее, мерами по восстановлению ликвидности финансовой системы и трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, нежели денежно-кредитной политикой как таковой.

Частично продолжение нестандартной денежно-кредитной политики Европейским центральным банком, Федеральной резервной системой США и Банком Англии после восстановления экономического роста в большинстве стран с развитой экономикой также можно охарактеризовать как реакцию на новый очаг кризиса – рынок суверенных долговых обязательств членов еврозоны. Но если в 2009 г., например, в США, наблюдалась дефляция, то в 2011 г. инфляция превысила целевой уровень в 2% (объявленный в явном виде решением Комитета открытого рынка только 25 января 2012 г.), достигнув 3,2% в среднегодовом измерении. В Великобритании среднегодовой уровень инфляции превышал 2% даже в кризисном 2009 г., в 2010 г. он достиг 3,3, а в 2011 г. – 4,5%. Даже в зоне евро, где политика таргетирования инфляции проводилась в наиболее ортодоксальном виде (хотя официально таковой и не признавалась), ЕЦБ продолжал применять стимулирующие меры денежно-кредитной политики даже после достижения в 2011 г. среднегодового уровня инфляции в еврозоне 2,7%.

Таким образом, мы наблюдаем смещение приоритетов в проведении денежно-кредитной политики ведущих экономик с поддержания стабильно низкой инфляции к неким другим целям.

В течение предыдущих двух десятилетий был достигнут консенсус относительно оптимальных целей и механизмов монетарной политики. Но во время кризиса и посткризисного восстановления особенно четко проявляются структурные и институциональные различия государств (вспомним в данном случае Л. Толстого: «каждая несчастливая семья несчастлива по-своему»).

В связи с этим эксперты пытаются ответить на вопрос о необходимости модернизации денежно-кредитной политики. Среди зарубежных авторов таких исследований и предсказаний: Б. Бернанке, О. Бланшар, К. Борио, Ч. Гударт, Б. Эйхенгрин, О. Иссинг, П. Кругман, Ф. Мишкин, К. Рейнхарт, К. Рогофф, Ж. Сапир, М. Сбрансиа, Л. Свенсон, К. Симс, Й. Старк, Дж. Стиглиц, Же.-К. Трише, М. Фелдстайн, М. Ширакава и др. Среди российских авторов – С. Андришин, В. Бурлачков, С. Глазьев, М. Головин, М. Ершов, С. Кузнецова, В. Маевский, В. Маневич, А. Некипелов, В. Сенчагов и др. В Украине над этой проблемой работают В. Гец, А. Гриценко, В. Зимовец, С. Кораблин,

Б. Адамик, В. Козюк, В. Лагутин, В. Мищенко, А. Петрик, Ю. Прозоров, В. Сиденко, Н. Шелудько, С. Шумская, О. Яременко, Т. Унковская и др.

Практически все эксперты сходятся во мнении, что многие глубинные причины глобального кризиса до сих пор не устранены. *Нарастают как внешние дисбалансы, касающиеся соотношения внешнего и внутреннего потребления в странах, так и внутренние, касающиеся государственного финансов. Вопрос о роли, которую должна выполнять денежно-кредитная политика в устранении этих дисбалансов, связан с вопросом о ее роли в возникновении этих дисбалансов. Не вызывает сомнений, что при всей внешней схожести подходов развитых стран к проведению денежно-кредитной политики, в каждой стране она была тесно связана со структурой, институтами, подходами к государственному регулированию и соответствующей моделью экономического развития, а также подвержена влиянию изменений в мировой экономике.*

Анализ такого рода взаимосвязей денежно-кредитной политики США можно найти в работе известного американского экономиста Р. Раджана «Линии разлома». Англо-американскую компанию (фирму, базирующуюся в Австралии, Канаде, Новой Зеландии, Великобритании или США) Р. Раджан в целом характеризует как «учреждение, строящее свои отношения с поставщиками, кредиторами, клиентами и служащими на основе равноудаленности, стремящееся к инновациям, радикальное по замыслам и действиям – и безжалостное как в обвинениях, так и вознаграждениях» [1, с. 169].

Такому типу ведения бизнеса, продолжает ученый, наиболее подходит «рыночно ориентированная финансовая система, основанная на «равноудаленности» и «информационной открытости» [1, с. 169]. В экономической системе США делается ставка на «стремительную реструктуризацию перед лицом кризиса, на ликвидацию умирающих предприятий и на финансирование новых бизнесов» [1, с. 174], система социальной защиты построена таким образом, чтобы стимулировать работников как можно скорее найти новую работу. Например, до кризиса 2008–2009 гг. безработные в США получали пособие только на протяжении шести месяцев, его размер по отношению к потерянной заработной плате был существенно ниже, чем в европейских странах, более того они теряли и доступное медицинское страхование, поскольку в США субсидируют только медицинские страховки, предоставляемые через работодателей.

Не случайно в мандат Федеральной резервной системы вошла цель обеспечения полной занятости. Дополнительное финансирование, предоставляемое экономике в условиях увеличения безработицы, должно было способствовать получению финансовых ресурсов самыми эффективными участниками рынка и создание ими рабочих мест.

Таким образом, мы видим специфическую целостную систему обеспечения экономической устойчивости и развития, и денежно-кредитной политике в ней отводится вполне определенное этой системой место.

Но в конце XX века в мировой экономике и технологиях произошел ряд сдвигов, нарушивших эффективность такой системы. В частности, в США возник такой феномен, как «восстановление без создания рабочих мест». Еще одним структурным изменением, подорвавшим эффективность экономической системы в США, стало стремительное увеличение неравенства доходов, связанное с разрывом между уровнем школьного и университетского образования, труднодоступностью высшего образования, повышением конкуренции со стороны иммигрантов и импортных товаров, что снижало стоимость низкоквалифицированного труда в большей мере, чем высококвалифицированного. В конце концов, стабильно высокие уровни безработицы при скудном социальном обеспечении, а также растущее неравенство вызвали политическое давление со стороны американских граждан, ответом на которое стала политика стимулирования жилищного кредитования. Политика обеспечения собственным жильем

широких слоев населения хорошо вписывалась в идеологию как демократической, так и республиканской партий. Она позволяла быстро достичь видимого эффекта и, соответственно, поддержки избирателей, не требовала сложной политической борьбы, связанной с изменением системы распределения, в распоряжении правительства было достаточно рычагов для управления жилищным кредитованием, и, наконец, издержки ее реализации переносились на неопределенное будущее [1, с. 169].

Исходя из вышеизложенного, политика Федеральной резервной системы по поддержанию низких процентных ставок, начиная с 1990-х гг., является частью механизма компенсации структурных деформаций в экономике, — с одной стороны, неким паллиативом для решения социальных проблем, а с другой стороны, либертарианским ответом на повышение безработицы — путем увеличения общего финансирования экономики, которое рынок распределит наилучшим образом.

Весомая роль занятости как цели денежно-кредитной политики была подтверждена и в документе, определяющем долгосрочные цели и стратегию монетарной политики США, принятом 25 января 2012 г. Целью относительно инфляции стало поддержание ее на уровне 2% в долгосрочном периоде (что отличается от традиционных формулировок стран, использующих режим таргетирования инфляции — достижение инфляционного ориентира в среднесрочной перспективе). Второй стратегической целью ФРС объявлено приближение уровня безработицы к естественному уровню — оценочному показателю, определяемому Комитетом открытого рынка четыре раза в год [2].

Что касается зоны евро, то общая валюта и единая денежно-кредитная политика также не были независимыми от избранной европейцами модели развития. Членов Европейского Союза, кандидатов на членство, потенциальных кандидатов и восточноевропейских партнеров ЕС объединяет стремление к общеевропейской модели развития — социальной рыночной экономике.

Европейские общества характеризуют как «не только самые богатые в мире, но и как такие, которые в наибольшей степени соответствуют понятию равенства. Европейцы имеют практически равный доступ к бесплатному начальному, среднему, а во многих странах и высшему образованию. Они защищены тщательно разработанной системой социального страхования. Благодаря меньшей дифференциации заработной платы, более прогрессивной шкале налогов и щедрым социальным трансфертам распределение дохода в Европе является более равномерным, чем в США, Японии и большинстве развивающихся стран» [3, с. 40].

В ЕС работники также более защищены от увольнений, чем в других развитых странах. Величина индекса защиты занятости (EPL index), рассчитываемого ОЭСР, в странах ЕС превышает соответствующие показатели в других развитых экономиках. Последние места в рейтинге занимают англосаксонские экономики (США, Канада, Великобритания, Новая Зеландия, Австралия, Ирландия) и Япония.

По мнению авторов доклада Всемирного банка «Золотой рост: восстановление состоятельности европейской экономической модели», в Европе изобрели «машину конвергенции»: «в то время как люди, ставшие американцами, могут достичь самых высоких доходов в мире, люди, ставшие европейцами, быстро достигают самого высокого уровня жизни» [3, с. 81].

Двумя ключевыми механизмами конвергенции стали торговля и финансы. Вторая составляющая включает либерализацию движения капитала и введение общей валюты — евро.

Известный французский экономист Ж. Сапир доказывает, что в свое время «дискуссию по поводу оправдания евро принял обратное направление (от евро как результата оптимальной валютной зоны — к евро как к инструменту создания оптимальной валютной зоны)» [4, с. 5]. Более того, он доказывает, что сам

Р. Манделл – творец теории оптимальных валютных зон – «изменил собственные доводы ради защиты евро. «...К двум ставшим классическими доводам в пользу единой валюты он [Р. Манделл – Т.К.] добавляет конвергенцию реальных факторов, возникающую благодаря единой валюте» [4, с. 12]. «В таком случае единая валюта – уже не результат какой-либо ситуации, а инструмент достижения определенной ситуации» [4, с. 10].

По мнению Ж. Сапира, евро во многом был политическим проектом. Внешней целью этого проекта, по его мнению, стало «сопротивление» денежной власти США [4, с. 12]. Внутреннее политическое основание для единой европейской валюты, считает ученый, – это «компромисс между Германией и остальными странами, такими как Франция, Италия и Испания: Германия получает право доступа к рынкам этих стран, не опасаясь при этом девальвации (для обеспечения конкурентоспособности), а эти страны «выигрывают» от привязки своих процентных ставок к немецким ставкам» [4, с. 6].

Эксперты Фонда Карнеги ссылаются на исследование Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), которое доказывает, что процентные ставки ЕЦБ в 2001–2006 гг. были для Германии слишком высоки (примерно на 50 базисных пунктов), а для Испании, Греции и Ирландии – слишком низки (на 300–400 базисных пунктов) [5, с. 14].

В экономиках ГИИПИ введение евро в той или иной мере привело к схожим макроэкономическим и структурным изменениям: 1) *снижению инфляции*; 2) *снижению процентных ставок* – под влиянием единой монетарной политики ЕЦБ, притока иностранных кредитов и инвестиций, а также формирования положительных ожиданий инвесторов и потребителей относительно сближения уровня экономического развития ГИИПИ со странами – экономическими лидерами еврозоны; 3) *росту внутреннего потребительского и инвестиционного спроса* под воздействием стремительного снижения процентных ставок и укрепления уверенности экономических агентов; 4) *росту цен и зарплат в секторах экономики, наименее подверженных международной конкуренции, под действием увеличения внутреннего спроса* (к таким секторам, в первую очередь, относятся сфера услуг и жилищное строительство); 5) *падению внешней конкурентоспособности экономики вследствие более динамичного роста зарплат, чем в других странах*; 6) *изменению структуры экономики в направлении увеличения доли сферы услуг, в частности финансового сектора, а также роста доли жилищного строительства*; 7) *увеличению расходов государства*, чьи аппетиты возросли в связи с увеличением налоговых поступлений в условиях экономического бума, а также вследствие увеличения зарплат в бюджетной сфере, следовавших тенденции роста оплаты труда в частном секторе.

Развитие экономик ГИИПИ после перехода на евро демонстрирует, что введение единой валюты этими странами оказало существенные структурные влияния на их экономики и во многом определило их модели роста на период до 2007 г.

Таким образом, единая денежно-кредитная политика в еврозоне изначально не только обеспечивала стабилизацию инфляции на уровне около 2%, как указано в официальной стратегии Европейской системы центральных банков, но и вместе с либерализацией торговли являлась одним из механизмов конвергенции. Правда, финансовая интеграция в ряде случаев не привела к реальной конвергенции, а наоборот, повлекла за собой падение продуктивности в странах ГИИПИ.

При этом несколько прошлых десятилетий были потрачены на то, чтобы добиться и закрепить – в теории и на практике, институционально, – независимость денежно-кредитной политики от фискальной политики и, в ряде случаев, от регулирования финансовых посредников.

Но во время кризиса наиболее действенным методом регулирования финансовых посредников стало предоставление им ликвидности, и для этого ис-

пользовались инструментами именно денежно-кредитной политики. Цель стабилизации финансовой системы стала фактической целью денежно-кредитной политики в этот период.

Как отмечает директор исследовательского департамента МВФ О. Бланшар, в 2011 г. «стало очевидным, что проблемы ликвидности и связанные с ними массовые изъятия средств могут также затрагивать правительства. Как и у банков, обязательства правительств намного более ликвидны, чем их активы, которые в основном представляют собой будущие поступления налогов. ... В послекризисный период, для которого характерны высокие уровни государственного долга и обеспокоенность инвесторов, многие правительства подвержены риску. Без обеспечения достаточной ликвидности, гарантирующей сохранение процентных ставок на разумном уровне, такая опасность присутствует» [6].

Таким образом, центральные банки оказываются кредиторами последней инстанции не только для финансовых посредников, но и для правительств.

По мнению О. Бланшара, после кризиса 2008–2009 гг. в мировой экономике могут возникать несколько равновесных состояний, отражающих «самореализующиеся результаты пессимистических или оптимистических настроений, что сопряжено с серьезными макроэкономическими последствиями» [6]. Таким образом, стимулирующая денежно-кредитная политика как во время кризиса 2008–2009 г., так и после него в значительной мере была направлена на восстановление доверия наиболее активных участников финансового рынка, которые определяют его параметры. Для этого центральные банки сами (прямо – путем покупок проблемных ценных бумаг) либо непрямо – путем обеспечения достаточной суммы ликвидных средств) становятся ведущими участниками финансового рынка. Чем ниже уровень доверия, тем выше оказывается равновесный уровень предложения ликвидности центральными банками.

Таким образом, на современном этапе стимулирующая денежно-кредитная политика в еврозоне обусловлена стремлением, во-первых, избежать равновесия при низком доверии, и, во-вторых, компенсировать потери, связанные с корректировкой фискальной, промышленной политики, регулирования рынка труда, финансового регулирования с целью уменьшения возникших на предыдущем этапе развития внутренних и внешних дисбалансов.

Таким образом, оценивая условия проведения денежно-кредитной политики в США и зоне евро, приходим к выводу, что после кризиса 2008–2009 гг., на этапе, который частично можно характеризовать как этап посткризисного восстановления, а частично как новый виток кризиса, связанный с сохранением и усилением внутренних и внешних дисбалансов, этот инструмент используется для поддержания жизнеспособности экономических систем. Сами эти системы и модели экономического развития коренным образом отличаются между собой – если первая рассчитана на рыночную корректировку системы, которой помогает стимулирующая денежно-кредитная политика, компенсирующая недостаток социальной защиты и защиты занятости, то вторая – это система, где государства взяли на себя огромное бремя социальной ответственности. Несмотря на полярность этих систем, для их поддержания в обоих случаях используется стимулирующая денежно-кредитная политика.

В таком положении перед денежно-кредитной политикой встает целый ряд новых вызовов:

Во-первых, неизвестно, должна ли денежно-кредитная политика в стимулирующих действиях ограничиваться целью недопущения коллапса финансовой системы, или этого недостаточно и нужны дополнительные меры, нацеленные именно на стимулирование реальной экономики. Дискуссия по поводу нейтральности денег, считающаяся в плане максимально возможного вклада монетарной политики в обеспечение экономического роста завершенной, возобновляется вновь. Несмотря на сохранение в риторике центральных банков приоритетности цели

ценовой стабильности (и ФРС США, и ЕЦБ, и Банк Англии оправдывают стимулирующие действия, предпринимающиеся в 2011 и 2012 гг. риском снижения инфляции в среднесрочной перспективе), фактически предпринятые действия указывают на попытки стимулирования реальной экономики.

Второй вызов к денежно-кредитной политике, возникающий на этапе посткризисного восстановления, состоит в том, что столь масштабное и длительное изменение денежно-кредитной политики может не только способствовать корректировке макроэкономических и финансовых дисбалансов, но и усиливать их.

Что касается макроэкономических дисбалансов, речь идет о том, что поддержание систем при помощи ликвидности в общем-то помогает сохранять статус-кво, а не только дает время для проведения реформ. В первую очередь это касается США, ведь обострение политического противостояния в стране сильно усложняет возможность проведения реформ. Европейские государства действительно реформируют фискальную политику и пытаются реформировать и другие области, например, рынок труда. Но не все государства-должники готовы идти на реформы, и особенно к этому не готовы национальные политические силы и граждане этих стран.

Пока не способствует стимулирующая монетарная политика и устранению внешних макроэкономических дисбалансов, подпитывая возможности США и проблемных европейских стран для увеличения импорта.

Что касается финансовых дисбалансов, то речь идет о том, что такое масштабное вмешательство центральных банков в работу финансовых рынков не может не повлиять на их поведение.

Во-первых, низкие процентные ставки вынуждают инвесторов прибегать к более рискованным операциям с целью получения доходности. Во-вторых, стимулирующая денежно-кредитная политика приводит к отсрочке необходимой коррекции балансов экономических агентов.

Третий вызов в общем также касается роли денежно-кредитной политики в коррекции финансовых дисбалансов, но его масштабность и сложность вынуждает выделить его отдельно. Он состоит в том, что *неизвестно, как сохранить баланс между преодолением или недопущением кредитного сжатия и устранения огромного долгового навеса частного сектора, существующего в развитых странах.*

С одной стороны, понятно, что домохозяйствам и фирмам не нужно непосильное бремя долгов, обслуживать которые после корректировок процентных ставок станет трудно или невозможно. С другой стороны, правительства не желают допускать снижения кредитования и снижения потребления домохозяйствами, увеличивающими сбережения с целью возвращения долгов.

По данным Глобального института McKinsey, в 2008 г. отношение долга (к долгу в данном случае отнесены все заимствования домохозяйств, нефинансовых корпораций, финансовых корпораций и правительства на кредитном рынке, включая кредиты и ценные бумаги с фиксированной доходностью) к ВВП в Японии составляло 459%, в Великобритании – 380; в Испании – 342; в Южной Корее – 331; в США – 290; в Германии – 274%. [7]. Произошли ли корректировки в уровне совокупной задолженности после кризиса? Задолженность по отношению к ВВП снизилась только в США (с 290% в 2008 г. до 279 в середине 2011 г.) и Южной Корее (с 331% ВВП до 314). Во всех остальных рассматриваемых в исследовании Глобального института McKinsey странах задолженность выросла.

Поиски ответа на данный вызов усложняются и тем, что в отличие от государствного долга, по которому существует множество исследований, где предпринимаются попытки определить его некие пороговые безопасные значения, относительно частной и совокупной задолженности подобных рекомендаций не существует.

Подытоживая сказанное, приходим к выводу, что общим вызовом для денежно-кредитной политики ведущих экономик на современном этапе является поиск ее оптимального курса в поле следующих противоречий:

- 1) противоречия между экономией и экономическим ростом;*
- 2) противоречия между сохранением статус-кво и реформированием как национальных экономических систем, так и системы мировой экономики;*
- 3) противоречия между экономическим стимулированием и преодолением экономических и финансовых дисбалансов;*
- 4) противоречия между недопущением кредитного сжатия и уменьшением долгового бремени экономических агентов;*
- 5) противоречия между внутренней (национального государства) и внешней (других государств и наднациональных образований) ответственностью за дисбалансы в национальных экономиках;*
- 6) противоречия между интересами международных кредиторов и интересами демократических государств, где смена власти может привести к отказу от долга;*
- 7) противоречия между рыночно ориентированной системой и социальной рыночной экономикой, обе из которых оказались недостаточно устойчивыми и эффективными.*

Модернизация денежно-кредитной политики на современном этапе будет связана с ростом потребности в объединении инструментов макроэкономической политики, включая денежно-кредитную политику, и финансового регулирования вокруг проектов национального развития, регионального развития, как в случае ЕС, и – для весомых игроков в мировой экономике, – вокруг целей снижения мировых макроэкономических дисбалансов.

Включение денежно-кредитной политики в общую стратегию национального развития составляет проблему и для Украины. Пока характер денежно-кредитной политики Украины во многом определяется внешнеэкономической конъюнктурой и фазами политического делового цикла [7].

Монетарная политика Украины в период кризиса и посткризисного восстановления представляла собой чередование поддержки ликвидности банковской системы (путем рефинансирования и либерализации требований к формированию банками обязательных резервов) с целью ее финансового оздоровления с извлечением этой ликвидности (путем усиления требований к обязательным резервам и размещению депозитных сертификатов НБУ) в виду отсутствия эффективных механизмов обеспечения спроса экономики на кредиты (за исключением потребительского спроса, потребностей торговли и спроса экспортеров). Дополнительная ликвидность, предоставленная банковской системе, шла либо на валютный рынок (как в конце 2008 г. – начале 2009 г.), либо на рынок государственных ценных бумаг (как в 2010 г. и 2011 г.), либо изымалась в ходе мобилизационных операций НБУ.

Разобщенность и взаимное недоверие государства, бизнеса и населения приводит к двум альтернативным неудовлетворительным равновесиям на денежно-кредитном рынке – либо чрезвычайно высоким процентным ставкам по кредитам в условиях дефицита ликвидности, либо росту долларизации и вложений в государственные ценные бумаги в условиях увеличения ликвидности. Выходом является создание под руководством государства здоровых кредитных циклов, связанных с отечественным производством и платежеспособными заемщиками. Эти циклы должны включать: источник доступных по цене долгосрочных кредитных ресурсов, отечественных (или отечественных совместно с иностранными) производителей, продукция которых кредитуются, и платежеспособных заемщиков. Слабость любого из этих трех звеньев разрушает весь цикл. Создание таких циклов позволит не только обеспечить финансирование

приоритетных отраслей и кредитную поддержку домохозяйств, но и обеспечить доверие к банкам как институтам с четкими направлениями деятельности.

Список использованной литературы

1. Раджан Р. Линии разлома: скрытые трещины, все еще угрожающие мировой экономике [Текст] / пер. с англ. И. Фридмана при участии Н. Эдельмана. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2011. – 416 с.
2. Longer-run goals and policy strategy / Federal Open Market Committee (<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20120125c.htm>).
3. Golden Growth. Restoring the lustre of the European economic model. – P.40. (<http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/ECAEXT/0,,contentMDK:23074045~pagePK:146736~piPK:146830~theSitePK:258599,00.html>).
4. Сапир Ж. Кризис еврозоны и перспективы евро / Ж. Сапир // Проблемы прогнозирования. – 2011. – № 3. – С. 3–18. – С. 5.
5. Кризис евро или Потерянная парадигма / под ред. У. Дадуша – С. 14 (http://carnegieendowment.org/files/Carnegie_Euro_Crisis_rus1.pdf).
6. Бланшар О. Оглядываясь на пройденный 2011 год: четыре суровые истины (<http://www.imf.org/external/russian/np/blog/2011/122111r.pdf>).
7. Debt and deleveraging: The global credit bubble and its economic consequences / McKinsey Global Institute. – P. 20 (http://www.mckinsey.com/mgi/reports/freepass_pdfs/debt_and_deleveraging/debt_and_deleveraging_full_report.pdf).
8. Геєць В.М. Формування і розвиток фінансової кризи 2008–2009 років в Україні / В.М. Геєць // Економіка України. – 2010. – № 4. – С. 5–15.

У статті сформульовано виклики і суперечності, що постають перед грошово-кредитною політикою провідних економік світу на сучасному етапі. Оскільки посткризове відновлення багато в чому залежатиме від успішності подолання зовнішніх і внутрішніх дисбалансів, розглянуто роль грошово-кредитної політики в США і зоні євро у формуванні цих дисбалансів і в моделях економічного розвитку країн. Розкрито деякі особливості сучасних викликів до грошово-кредитної політики України.

Ключові слова: грошово-кредитна політика, посткризове відновлення, макроекономічні і фінансові дисбаланси, Федеральна резервна система, Європейський центральний банк, ліквідність, довіра, економічна система.

This paper aims to discuss the challenges and contradictions faced by central banks of leading economies at the current stage. As the success of post-crisis recovery will substantially depend on the handling of the external and internal imbalances, a special consideration is given to the role monetary policy have been played in the mounting of such imbalances and in the economic systems of the countries in general. Some peculiarities of the challenges for monetary policy in Ukraine are also revealed.

Key words: monetary policy, post-crisis recovery, macroeconomic and financial imbalances, Federal reserve system, European central bank, liquidity, confidence, economic system.

Надійшло до редакції 5.04.2012.