

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ  
ДЕРЖАВНИЙ ВИЩИЙ НАВЧАЛЬНИЙ ЗАКЛАД  
«КИЇВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ  
ІМЕНІ ВАДИМА ГЕТЬМАНА»**

**АЛІМПІЄВ ЄВГЕНІЙ ВОЛОДИМИРОВИЧ**

УДК 338.24+336.02+339.74

**ДЕРЖАВНЕ РЕГУЛЮВАННЯ ФІНАНСОВО-МОНЕТАРНОЇ ТРАНСМІСІЇ  
В УКРАЇНСЬКІЙ ЕКОНОМІЦІ**

Спеціальність 08.00.03 – Економіка та управління національним  
господарством

**АВТОРЕФЕРАТ**

дисертації на здобуття наукового ступеня  
доктора економічних наук

**Київ – 2015**

Дисертацією є рукопис

Роботу виконано на кафедрі макроекономіки та державного управління ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» Міністерства освіти і науки України, м. Київ

**Науковий консультант:** доктор економічних наук, професор  
**Радіонова Ірина Федорівна,**  
ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»,  
професор кафедри макроекономіки та державного управління

**Офіційні опоненти:** доктор економічних наук, професор  
**Вовчак Ольга Дмитрівна,**  
Університет банківської справи  
Національного банку України (м. Київ),  
завідувач кафедри банківської справи

доктор економічних наук, професор  
**Желюк Тетяна Леонтіївна,**  
Тернопільський національний економічний університет,  
професор кафедри державного і муніципального управління

доктор економічних наук, доцент  
**Затонацька Тетяна Георгіївна,**  
Київський національний університет імені Тараса Шевченка,  
доцент кафедри економічної кібернетики

Захист відбудеться «\_\_» березня 2015 року о 10.00 годині на засіданні спеціалізованої вченої ради Д 26.006.01 у ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» за адресою: 03680, м. Київ, проспект Перемоги, 54/1, ауд. 317.

З дисертацією можна ознайомитись у бібліотеці ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» за адресою: 03113, м. Київ, вул. Дегтярівська, 49-Г, к. 601.

Автореферат розісланий «\_\_» лютого 2015 р.

Учений секретар  
спеціалізованої вченої ради,  
кандидат економічних наук, доцент



**М. К. Галабурда**

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**Актуальність теми.** Можливості стабільного економічного розвитку національної економіки в сучасних умовах визначаються багатьма чинниками, серед яких чільне місце належить регулюючій ролі держави.

Для країн із економікою, ослабленою тривалими економічними, структурними, інституційними кризами, регулююча роль держави є визначальною, оскільки без такого регулювання не можливі глибинні ринкові трансформації, формування ринкових інститутів і вихід на траєкторію стійкого економічного зростання. У контексті пошуку перспективних стратегій державного регулювання національної економіки дослідження фінансово-монетарної трансмісії імпульсів від фінансової та монетарної влади є особливо актуальним.

Оскільки в умовах виходу з кризи фінансово-монетарна політика є одним із ключових інструментів державного регулювання, її стратегічні цілі повинні збігатися із загальними цілями державної стратегії економічного розвитку: забезпеченням стійкого економічного зростання за низьких темпів інфляції та високої зайнятості, підтриманням економічної та соціальної стабільності, успішною інтеграцією у світове господарство, формуванням сучасної структури економіки та підтриманням збалансованих макроекономічних пропорцій.

Необхідність активних змін фінансово-монетарного механізму регулювання макроекономічними процесами, зазвичай, виявляється тоді, коли функціонування економіки за старими правилами призводить до кризового стану. У такому разі короткостроковим тактичним завданням державного регулювання стає антикризове управління, а стратегічним – формування нового вектора економічного розвитку, зміна макроекономічних пропорцій, довгострокових економічних орієнтирів, що досягається шляхом удосконалення механізму фінансово-монетарного впливу на економічні процеси.

Теоретичні засади трансмісійного механізму державного управління економікою закладено у працях всесвітньо відомих учених – Б. Бернанке, Г. Габбарда, Дж. Кейнса, Р. Кларіди, Р. Манделла, Г. Манківа, Ф. Мишкіна, Р. Перотті, Д. Тейлора, Дж. Тобіна, І. Фішера, М. Фрідмена, С. Цечетті.

У вітчизняній літературі є чимало ґрунтовних праць, присвячених вивченню окремих аспектів застосування фінансових і монетарних інструментів у забезпеченні умов економічного зростання, обґрунтуванню доцільності та меж державного втручання в національну економіку. Вагомий внесок у розроблення теорії макроекономічного регулювання та дослідження фінансово-монетарних відносин зробили Б. Адамик, Ю. Бажал, В. Бодров, В. Бордюк, О. Василик, О. Вовчак, А. Гальчинський, В. Геєць, В. Грушко, Т. Желюк, Т. Затонацька, М. Карлін, В. Лагутін, І. Лукінов, І. Малий, І. Михасюк, А. Мельник, В. Осецький, І. Радіонова, М. Савлук, В. Савченко, А. Сігайов, М. Скрипниченко, А. Соколовська, А. Чухно, а також фінансисти-практики – О. Арсенюк, Н. Гребеник, В. Лепушинський, В. Лисицький, В. Міщенко, С. Ніколайчук, О. Петрик, В. Стельмах та інші.

Реалізація практичних завдань оцінки та аналізу фінансово-монетарного регулювання за допомогою інструментів економетричного моделювання спирається

на фундаментальні роботи О. Бланшара, Д. Ква, Ф. Кідленда, Б. МакКаллума, Е. Прескота, Г. Рудебуша, К. Сімса, а також на роботи білоруських, казахських, російських і вітчизняних дослідників: В. Бакалу, С. Дробишевського, Т. Клебанової, Б. Конурбаєвої, К. Корищенко, О. Корчагіна, Д. Криворотова, О. Лаврушина, І. Лук'яненка, С. Моїсеєва, І. Пашківської, М. Сап'ян.

Визнаючи теоретичну та практичну значущість наукових здобутків у царині дослідження трансмісійних механізмів державного регулювання економіки, необхідно визнати існування багатьох невирішених проблем. До таких, зокрема, належить функціонування фінансово-монетарного механізму в умовах макроекономічної нестабільності.

Системні перетворення, яких потребує українська економіка, засвідчують, що формування національної економічної моделі та її фінансово-монетарної сфери ще триватимуть. Сучасний складний механізм фінансово-монетарного впливу на економіку вимагає зміни інструментів аналізу фінансово-монетарного регулювання економіки. У цьому контексті розроблення теорії фінансово-монетарної трансмісії є актуальним науковим завданням.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційна робота виконувалася згідно з планом науково-дослідної роботи, який реалізується кафедрою макроекономіки та державного управління ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана». У межах тем «Вдосконалення методів та механізмів державного управління національною економікою» (номер державної реєстрації 0106U0004361) і «Державне антикризове управління національною економікою» (номер державної реєстрації 0111U002616) автором здійснено теоретичну розробку науково-прикладної проблеми регулювання фінансово-монетарної трансмісії в українській економіці, удосконалено теорію трансмісійного впливу фінансово-монетарного регулювання на економіку, поглиблено методологічні засади вивчення фінансово-монетарних трансмісійних механізмів, обґрунтовано інструментарій державного регулювання економіки за допомогою фінансово-монетарних механізмів.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертаційної роботи є розробка теоретичних і прикладних засад державного регулювання фінансово-монетарної трансмісії як цілісної системи взаємодії фінансово-монетарних каналів, поширення фінансових і монетарних імпульсів у макроекономічному середовищі та досягнення певного економічного ефекту відповідно до визначених цілей макроекономічного регулювання.

Реалізація поставленої мети зумовила необхідність послідовного вирішення таких завдань:

- систематизувати існуючі уявлення щодо можливостей фінансового та монетарного впливу на макроекономічні процеси;
- узагальнити роль і місце фінансово-монетарного трансмісійного механізму в сучасній теорії макроекономічної політики та обґрунтувати трансмісійний підхід у державному регулюванні;
- дослідити новітні теоретичні підходи щодо розроблення та реалізації заходів фінансово-монетарного регулювання економіки;

- висвітлити комплекс теоретичних питань, пов'язаних із одночасним і узгодженим застосуванням інструментів фінансової та монетарної політик;
- оцінити порівняльну ефективність фінансових і монетарних передавальних каналів у поширенні регулюючого впливу органів фінансової та монетарної влади;
- дослідити канали поширення фінансово-монетарного впливу на реальний сектор економіки та обмеження фінансово-монетарного регулювання в умовах економічної нестабільності;
- проаналізувати сучасні проблеми розбудови скоординованої макроекономічної політики та можливості їх розв'язання з використанням трансмісійного підходу у фінансово-монетарному регулюванні;
- запропонувати шляхи збалансування фінансових і монетарних каналів регулювання у складі фінансово-монетарного передавального механізму;
- проаналізувати внутрішню структуру фінансово-монетарної трансмісії в Україні, визначити її особливості, недоліки та причини деформацій складових трансмісійного механізму;
- визначити напрями вдосконалення нормативно-правового та інституціонального забезпечення державного регулювання фінансово-монетарної сфери в економіці України;
- запропонувати шляхи вдосконалення механізмів поширення регулюючих імпульсів у економіці та способи переходу до більш прогресивних методів реалізації фінансово-монетарної взаємодії.

*Об'єктом дослідження* є фінансово-монетарне регулювання національних економік.

*Предметом дослідження* є фінансово-монетарна трансмісія імпульсів від органів фінансової та монетарної влади в процесі регулювання економіки України.

*Методи дослідження.* У дослідженні широко застосовано методи системного та статистичного аналізу, індукції та дедукції, аналізу та синтезу, визначення прямих і зворотних зв'язків між економічними явищами для формування цілісного уявлення про механізм регулювання національної економіки. Емпірична перевірка висунутих гіпотез статистичними та економетричними методами забезпечує практичне спрямування дослідження.

У дослідженні реалізовано принципи критичного раціоналізму (за К. Поппером), формування дослідницьких програм (за І. Лакатошем) і застосування широкого набору методів пізнання (за П. Фейєрабендом).

У дисертаційній роботі використано сукупність загальнонаукових і спеціальних методів та прийомів теоретичного й емпіричного дослідження: *історико-логічний аналіз* – при розгляді еволюції поглядів на державне регулювання фінансово-монетарної сфери; *логічне узагальнення* – у класифікації фінансових і монетарних каналів трансмісії; *аналіз і синтез* – у дослідженні змісту, завдань і переваг трансмісійного підходу у фінансово-монетарному регулюванні економіки; *теоретичне узагальнення* – для визначення теоретико-методологічного підґрунтя впровадження трансмісійного підходу у формування фінансово-монетарної політики; *ітераційний метод* – для уточнення умов ефективного поєднання інструментів фінансової та монетарної політик; *компаративний аналіз* – при

вивченні світового досвіду застосування трансмісійних механізмів у фінансовій сфері; *структурно-функціональний* – для уточнення структури передавальних каналів і виявлення перехресних впливів між чинниками фінансового та монетарного секторів; *економіко-статистичний* – для оцінки передавальних властивостей фінансових і монетарних заходів регулювання; *економетричні методи* – для виявлення причинно-наслідкових зв'язків між ланками передавальних каналів фінансово-монетарного механізму; *метод векторної авторегресії* – для аналізу результатів поширення фінансових і монетарних регулюючих імпульсів у економіці; *системний підхід* – у процесі аналізу правил фінансово-монетарної взаємодії.

*Джерелом нормативної, аналітичної та статистичної інформації* стали закони України, постанови Кабінету Міністрів України, окремих міністерств України з питань регулювання фінансової та монетарної сфери; стратегії соціально-економічного розвитку; аналітичні звіти державних установ, публічна інформація науково-дослідних інститутів у сфері державного управління, програмно-цільові документи органів фінансової та монетарної влади; дані офіційної статистики, які надаються Державною службою статистики України, Міністерством фінансів України, Міністерством економічного розвитку і торгівлі України, Національним банком України, а також статистичні дані міжнародних організацій і незалежних аналітичних агенцій; наукові розробки вітчизняних і зарубіжних дослідників у вигляді монографій, збірок наукових праць тощо.

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає у розвитку концепції трансмісійних механізмів як елемента загальної теорії державного регулювання економіки та обґрунтуванні необхідності та шляхів її застосування у практиці державного регулювання української економіки. Найбільш суттєвими положеннями дисертаційної роботи, що характеризують її наукову новизну та виносяться на захист, є такі:

*вперше:*

– обґрунтовано методологію трансмісійного аналізу та регулювання економік із незавершеними ринковими перетвореннями, що потребують особливої взаємодії органів фінансової та монетарної влади, спрямованої на макроекономічну стабілізацію та стале зростання, і спираються на систему заходів, елементами якої є: 1) ідентифікація можливих каналів трансмісії фінансових і грошових імпульсів; 2) оцінка порівняльної ефективності окремих фінансових і монетарних каналів; 3) визначення чинників, що сприяють проходженню імпульсів або ж, навпаки, стримують їх, а також елементів «перехресної» фінансово-монетарної трансмісії; 4) узгодження органами фінансової та монетарної влади заходів, спрямованих на посилення імпульсних відгуків у реальному секторі економіки; 5) моделювання каналів трансмісії та прогнозування змін макроекономічних пропорцій під впливом імпульсів, сформованих у межах окремих каналів;

– доведено (з використанням пояснювальних теоретичних моделей та економетричного інструментарію) реалізацію в українській економіці поряд із традиційними каналами трансмісії (каналом державних видатків, податковим каналом, каналом обмінного курсу, кредитним каналом) особливих каналів «перехресної» трансмісії, у межах яких регулюючий імпульс поширюється через

«перехресні елементи» (ставку процента, курс національної валюти, загальний рівень цін тощо), а відгук реального сектору економіки у зв'язку з цим або посилюється, або послаблюється, а також встановлено факт суттєвих змін у поширенні регулюючих фінансових і монетарних імпульсів під впливом таких факторів, як: економічні очікування та схильності економічних суб'єктів, довіра до органів фінансової та монетарної влади, макроекономічна нестабільність;

*удосконалено:*

– аналіз фінансово-монетарних інструментів державного регулювання економіки шляхом, по-перше, їх диференціації та деталізації – податкових інструментів за видами податків, бюджетних інструментів за елементами економічної класифікації, інструментів грошово-кредитного регулювання за видами процентних ставок, нормативів резервування за видами депозитів, по-друге, завдяки реалізації таких принципів трансмісійного підходу, як: виявлення особливостей переходу імпульсів від фінансових і монетарних інструментів із фінансового та монетарного в реальний сектор економіки, оцінювання зворотних впливів реального сектору та впливів стану середовища (інституційних умов) поширення регулюючих імпульсів від фінансових і монетарних інструментів;

– модельний інструментарій аналізу взаємодії фінансової та монетарної політики завдяки введенню в пояснювальні моделі додаткових умов та обмежень, властивих економікам у стані трансформації, зокрема, низької еластичності інвестицій за ставкою процента, відносно вищої залежності певних макроекономічних показників – попиту на гроші, загального рівня цін, обсягу інвестицій – від змін курсу національної валюти;

– правила взаємодії фінансової та грошової політик шляхом доповнення визначених іншими дослідниками умов ефективної взаємодії такими додатковими умовами, як 1) обов'язковість порівняння передавальних можливостей окремих каналів фінансової та монетарної трансмісії при виборі інструментів досягнення макроекономічних цілей; 2) визнання переваг фінансових каналів щодо можливостей поширення імпульсів і досягнення визначених цілей у перехідних економіках через менше реагування фінансових каналів на деформуючі коливання ринкової кон'юнктури та валютні коливання;

– теоретичні уявлення про механізми впливу органів фінансової та монетарної влади на загальний стан економіки в частині уточнення причин модифікації (деформації) регулюючих імпульсів, до яких, як встановлено, можуть належати: зміни схильності до інвестицій за обсягом капіталу, схильності до споживання за обсягом багатства, схильності до пропозиції праці, схильності до боргового фінансування інвестицій, зміни очікувань щодо майбутніх державних витрат, очікувань щодо майбутніх податків, очікувань щодо майбутнього багатства, а також взаємний вплив фінансових і монетарних каналів трансмісії;

– обґрунтування сучасних пріоритетів фінансово-монетарного регулювання української економіки на засадах трансмісійного підходу, якими (пріоритетами) визначено: законодавче врегулювання суперечностей інтересів органів фінансової та монетарної влади, зокрема, при реалізації цілей незростання державного боргу та обмеження інфляції й коливань курсу національної валюти, а також оптимізацію

структури державного боргу, реалізацію переваг режиму інфляційного таргетування, синхронізацію впровадження правил і макропруденційних заходів органами фінансової та монетарної влади;

– застосування трансмісійного підходу як інструменту аналізу монетарної політики при з'ясуванні таких особливостей монетарної трансмісії в українській економіці, як: 1) нижча результативність монетарних імпульсів порівняно з фінансовими в умовах посилення макроекономічної нестабільності; 2) відсутність помітного впливу процентної ставки (облікової Національного банку України та ставки за міжбанківськими кредитами) на інвестиції; 3) залежність коливань курсу національної валюти не лише від монетарних, а й від фінансових інструментів; 4) низька ефективність каналу обмінного курсу внаслідок використання обмежень щодо змін курсу з метою стримування інфляції; 5) недовіра каналу цін активів;

*дістали подальший розвиток:*

– категоріальний апарат теорії фінансово-монетарної трансмісії завдяки: 1) уточненню поняття «фінансово-монетарна взаємодія», що характеризується автором як взаємопов'язана передача регулюючих імпульсів від органів фінансової та монетарної влади до реального сектору економіки за умов часткової «перехресної» участі в поширенні різних імпульсів одних і тих же передавальних елементів; 2) визначенню поняття «регулюючий імпульс» як ініційованої урядом зміни в інструментах фінансового та монетарного регулювання з метою спрямування економіки до нового рівноважного стану з бажаною сукупністю макроекономічних параметрів; 3) введенню в теоретичний обіг понять, через які розкриваються характеристики поширення імпульсів у економічному середовищі, а саме: підсилення або затухання імпульсу в процесі трансмісії, масштаб поширення та трансформації початкового імпульсу, керованість поширення регулюючого впливу в макроекономічному середовищі;

– моделювання поширення фінансово-монетарних імпульсів в українській економіці з використанням інструментарію векторної авторегресії, що дало змогу: 1) підтвердити функціонування таких традиційних каналів монетарної та фінансової трансмісії, як-от: кредитний канал, канал обмінного курсу, податковий канал, бюджетний канал, канали дефіциту бюджету та боргу; 2) ідентифікувати ключові елементи кожного з каналів трансмісії (у складі податкового каналу таким елементом виступає зміна податку на додану вартість, у складі каналу видатків – зміна витрат на оплату праці); 3) виявити передавальні елементи трансмісійних механізмів, вплив яких не підтверджується (облікова ставка, як елемент процентного каналу, зміна загального рівня цін у інфляційному каналі); 4) визначити елементи трансмісійних механізмів, що демонструють нетипову (протилежну традиційній) реакцію при поширенні регулюючих імпульсів (зокрема, для каналу цін активів);

– обґрунтування необхідних змін у організаційно-правовому забезпеченні ефективної фінансово-монетарної трансмісії в українській економіці завдяки контент-аналізу нормативних документів, що дало змогу визначити такі інституційні обмеження фінансово-монетарного регулювання, як: фактична підпорядкованість діяльності Національного банку України цілям фінансового регулювання, унеможливлення реалізації каналів фінансової трансмісії через



«ручний» режим регулювання фінансової сфери та брак уваги державних органів фінансової влади до регулювання каналів фінансової трансмісії, а органів монетарної влади – до «перехресних» елементів фінансових і монетарних каналів, як елемента фінансово-монетарної взаємодії в поширенні регулюючих імпульсів.

**Практичне значення одержаних результатів.** Викладені в дисертації авторські напрацювання знайшли практичне застосування в діяльності державних органів виконавчої влади при реалізації заходів з удосконалення нормативної бази монетарного та фінансового регулювання, розроблення програмно-цільових документів у галузі макроекономічної політики.

Результати аналізу впливу очікувань економічних суб'єктів на ефективність заходів державного регулювання використовуватимуться у роботі Міністерства економічного розвитку і торгівлі України. Зокрема, це стосується врахування очікувань економічних суб'єктів, які відіграють роль передавального елемента в поширенні впливу регулюючих заходів у реальний сектор національної економіки. Надані результати дослідження можуть бути використані при моделюванні змін основних макроекономічних показників включно з ВВП, індексом споживчих цін, окремими елементами сукупних споживчих витрат (довідка Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, № 3001-06/9301-12 від 28.03.2014).

Аналітичні матеріали дисертаційної роботи, а саме: методика економетричної оцінки впливу фінансових важелів трансмісійного механізму на прискорення економічного розвитку, пропозиції щодо вдосконалення законодавчого забезпечення фінансових механізмів регулювання економіки використано в аналітичній роботі Державної агенції з питань науки, інновацій та інформатизації України (довідка № 5-1/11-177 від 01.09.2014).

Матеріали дисертації використано в роботі Департаменту комунальних ресурсів Вінницької міської ради в частині пропозицій стосовно вдосконалення механізму фінансового забезпечення управління комунальними ресурсами. Зокрема, враховано пропозиції щодо вдосконалення методики прогнозування фінансових показників з урахуванням очікувань економічних суб'єктів, як значимого чинника у прийнятті рішень і такого, що покращує рівень інституційної довіри; щодо необхідності посилення інституційної довіри у співпраці влади, бізнесу та громадськості шляхом удосконалення фінансового інструментарію та виявлення найбільш ефективних каналів фінансово-монетарного трансмісійного механізму (довідка Департаменту комунальних ресурсів Вінницької міської ради, № 06-00-013-64984 від 22.11.2013).

Результати дисертації в частині зарубіжного досвіду монетарного регулювання, специфіки каналів монетарної трансмісії в українській економіці, реалізації каналу кредитування та каналу обмінного курсу в монетарному регулюванні економіки, «перехресних» зв'язків монетарних каналів використано в роботі Департаменту рефінансування та фінансового менеджменту казначейських операцій ПАТ АКБ «Аркада» (довідка № 367-1-4/1 від 18.08.2014).

Елементи наукових положень, методик розрахунків, висновків і рекомендацій дисертаційної роботи використовуються в лекційних курсах навчальних дисциплін «Аналіз макроекономічної політики», «Макроекономічний аналіз»,

«Макроекономіка-2» у ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» (довідка ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана» від 18.06.2014).

Окремі наукові положення впроваджено в навчальний процес на кафедрі економічної теорії ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК» у складі навчальних дисциплін «Макроекономіка», «Державне регулювання економіки», «Національна економіка» (довідка ВНЗ «Університет економіки та права «КРОК», № 227 від 08.07.2014).

**Апробація результатів дисертації.** Основні теоретичні та практичні результати дисертаційного дослідження були оприлюднені, обговорювалися та дістали схвальну оцінку на міжнародних і всеукраїнських науково-практичних конференціях, семінарах, під час проведення круглих столів, зокрема: «Управління інноваційним процесом в Україні: проблеми, перспективи, ризики» (м. Львів, травень 2006 р.); «Сучасні підходи до економічної освіти, досліджень та професійного розвитку» (м. Львів, травень 2006 р.); «Теорія та практика державного управління в умовах євроінтеграції» (м. Луцьк, червень 2006 р.); «Деньги и экономический рост: теория и её эмпирические обоснования» (м. Воронеж, липень 2006 р.); «Проблеми управління у сфері підприємництва» (м. Київ, жовтень 2007 р.); «Економічна теорія: інноваційні методи викладання та роль досліджень у навчальному процесі» (м. Київ, травень 2007 р.); «Виклики та потреби бізнесу XXI століття» (м. Київ, листопад 2008 р.); «Європейський простір вищої освіти. Базові концепції» (м. Київ, січень 2009 р.); «Державне антикризове управління національною економікою: світовий досвід та проблеми в Україні» (м. Київ, квітень 2010 р.); «Системное моделирование социально-экономических процессов» (м. Звенигород, жовтень 2010 р.); «Виклики та потреби бізнесу XXI століття» (м. Київ, листопад 2012 р.); «Розвиток вищої освіти, демократичного суспільства й ринкової економіки в європейському контексті» (м. Кишинев, квітень 2013 р.); «Law, Economy and Management in Modern Ambience» (м. Белград, квітень 2013); «Інноваційні виміри розвитку світової економіки» (м. Київ, березень 2014 р.).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертаційне дослідження є особисто виконаною завершеною науковою працею. Наукові результати, висновки і рекомендації, які виносяться на захист, одержані автором самостійно і викладені в наукових публікаціях.

**Публікації.** Основні наукові положення і результати дослідження опубліковано в 38 наукових працях загальним обсягом 41,5 д.а., із них: 1 – одноосібна монографія, 1 – колективна монографія, 2 – навчальні посібники, 25 статей – у наукових фахових виданнях (у тому числі 2 – у зарубіжних виданнях, 4 – у наукових фахових виданнях України, що входять до міжнародних наукометричних баз), 9 публікацій – в інших виданнях.

**Структура та обсяг дисертації.** Дисертація складається зі вступу, п'яти розділів, висновків, списку використаних джерел і додатків. Обсяг основного тексту дисертації становить 372 сторінки. Робота містить 59 рисунків на 17 сторінках, 38 таблиць на 21 сторінці, 15 додатків на 49 сторінках. Список використаних джерел налічує 391 найменування.

## ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У вступі обґрунтовано актуальність теми дисертаційного дослідження, сформульовано мету і завдання дослідження, його об'єкт і предмет, визначено реалізовані методологічні принципи та методи дослідження, обґрунтовано наукову новизну та практичне значення отриманих результатів, наведено дані щодо їхньої апробації та впровадження.

У розділі 1 «Теорія трансмісійних механізмів» розкрито еволюцію наукових поглядів на проблеми державного регулювання економіки та можливості держави за допомогою економічних та адміністративних інструментів спрямовувати економіку до стану макроекономічної рівноваги.

Здійснено ретроспективний аналіз теоретичних поглядів на можливості фінансово-монетарного впливу на макроекономічні пропорції, збалансований розвиток зовнішнього та внутрішнього секторів економіки та стимулювання економічного зростання. Досліджено розвиток поглядів на державне регулювання економіки фінансовими та монетарними інструментами як на процес поширення регулюючого імпульсу у фінансовому та монетарному секторі та, у подальшому, у реальному секторі економіки, що започатковані в роботах Дж. М. Кейнса. Досліджено подальший розвиток трансмісійного підходу в державному регулюванні, пов'язаний із роботами Р. Манделла, Ф. Мишкіна, Р. Перотті, Д. Тейлора, Дж. Тобіна, І. Фішера, М. Фрідмена та інших учених. Встановлено, що розвиток трансмісійного підходу в теорії державного регулювання економіки, поглиблене вивчення механізмів впливу фінансових і монетарних інструментів на макроекономічні пропорції та рівновагу на межі XX та XXI століть є реакцією на так звану фінансизацію сучасних економік.

За результатами проведеного аналізу зміст явища фінансово-монетарної трансмісії визначено як складний багатокроковий процес опосередкованого впливу інструментів фінансової та монетарної політик, що формують відповідні імпульси, на реальні макроекономічні параметри, а відтак і на макроекономічну рівновагу.

У системі економічних категорій поняття фінансово-монетарної трансмісії позиціонується як таке, що віддзеркалює процес, підпорядкований управлінню національним господарством, який здійснюється в межах визначеної фінансової та монетарної політики та реалізується відповідно до цілей та інструментів фінансово-монетарного регулювання (рис. 1).

	Процеси	Явища
підпорядкованість (від загального до конкретного)	Управління – процес реалізації інструментів фінансового та монетарного впливу на макроекономічні суб'єкти з метою досягнення макроекономічних цілей	Фінансова та монетарна політика – система цілей та інструментів фінансової та монетарної влади, спрямованих на досягнення макроекономічної стабільності
	Фінансово-монетарна трансмісія – поширення фінансово-монетарних імпульсів, яке ініціює фінансова та монетарна влада з метою регулювання економіки	Фінансово-монетарне регулювання – визначений фінансовою та монетарною владою комплекс інструментів і способів їх узгодженого застосування з метою досягнення мети регулювання, що передбачає поєднання державного та ринкового впливу на економіку

Рис. 1. Поняття фінансово-монетарної трансмісії в системі економічних категорій

Удосконалена автором система понять сучасного трансмісійного підходу в державному регулюванні розкриває зміст таких категорій, як «регулюючий імпульс», «джерела (генератори) імпульсів», «канали» та «середовище трансмісії». *Регулюючим імпульсом* визначено ініційовані урядом зміни в інструментах фінансового та монетарного регулювання з метою спрямування економіки до нового рівноважного стану з бажаною сукупністю макроекономічних параметрів. Як *джерела або генератори імпульсів* у реальній сектор економіки охарактеризовано регулюючі дії фінансової та монетарної влади, яка відповідальна за проведення податково-бюджетної та грошово-кредитної політик. *Трансмісійний канал* подано як ситуативну послідовність змін фінансових, монетарних і реальних змінних, що реагують на фінансовий чи монетарний імпульс і є ланцюговою реакцією економічних параметрів у результаті формування регулюючого імпульсу.

Фінансовими передавальними каналами (рис. 2), за ознакою ключового показника, виступають: податковий канал, канал державних видатків, канал дефіциту державного бюджету, борговий канал.

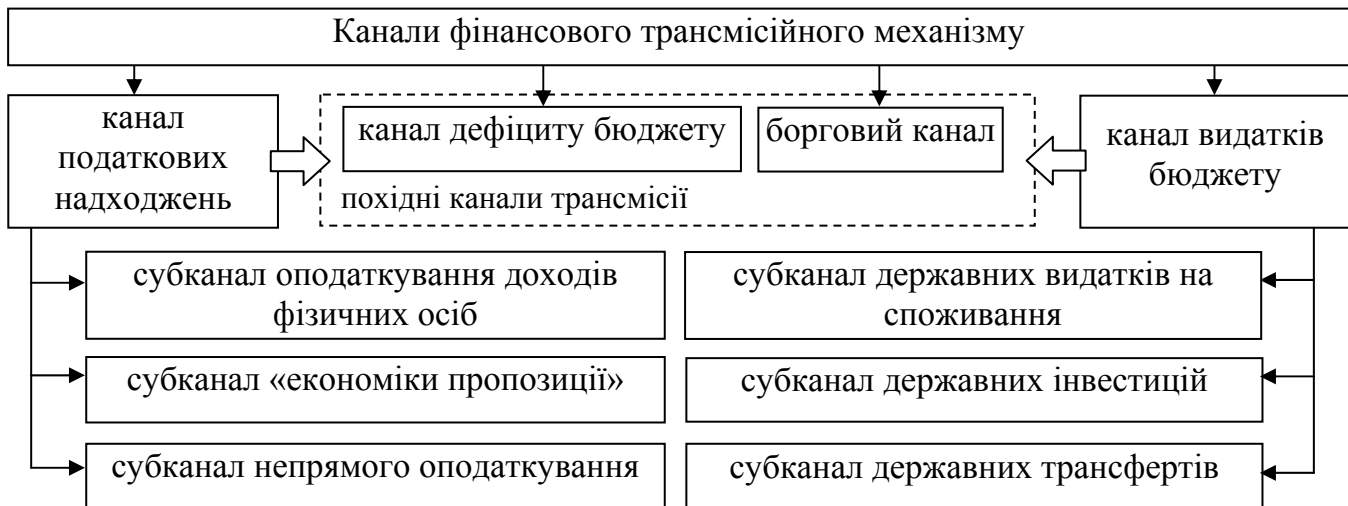


Рис. 2. Канали фінансової трансмісії

За критерієм впливу на проміжні макроекономічні цілі у складі каналів можна виокремити відповідні субканали, пов'язані із впливом фінансової політики на макроекономічні параметри, наприклад, у складі каналу державних видатків можуть формуватися субканали державного споживання, інвестицій, трансфертів тощо.

Монетарними передавальними каналами, зазвичай, визнають чотири канали: процентної ставки, обмінного курсу, цін активів, кредитний канал, у межах яких виокремлюють певні субканали (рис. 3).

Підхід автора полягає в розгляді передавального процесу як послідовної зміни взаємопов'язаних макроекономічних параметрів, які й створюють відповідні канали. Визначено, що передавальні канали діють у певному економічному середовищі – *середовищі поширення імпульсів*. Останнє трактується автором як сукупність умов що визначають ефективність передавального механізму, спричиняючи підсилення або затухання імпульсу в процесі трансмісії, масштаб поширення та трансформації початкового імпульсу, керованість поширення регулюючого впливу у макроекономічному середовищі.

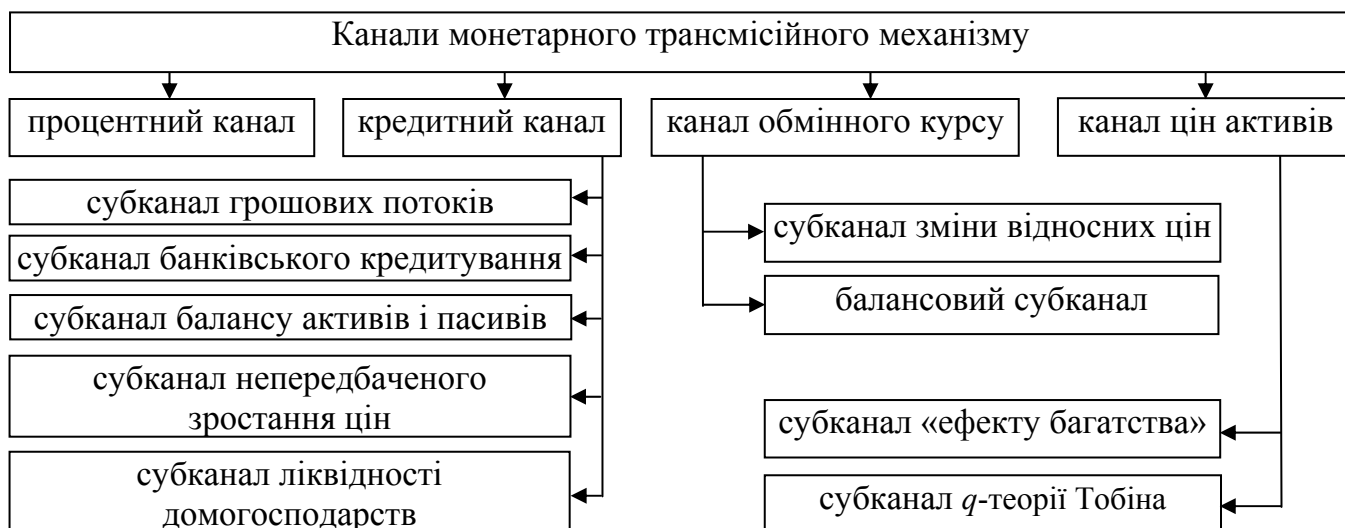


Рис. 3. Канали монетарної трансмісії

Дослідження ролі фінансово-монетарного регулювання під час економічних підйомів і спадів у різних країнах довело, що монетарна політика сама по собі не в змозі вирішувати завдання економічної стабілізації без поєднання з відповідними заходами податково-бюджетного (фінансового) регулювання. Поєднання фінансових і монетарних інструментів є необхідною умовою ефективною стабілізаційної політики, включно із забезпеченням стійкого економічного зростання, використанням фінансових ресурсів, забезпеченням стабільних цін, рівноваги платіжного балансу тощо. Під час економічних спадів заходи фінансово-монетарного регулювання доцільно спрямовувати на скорочення тривалості спаду та компенсацію таких негативних наслідків, як падіння обсягів виробництва, скорочення кредиту, падіння цін на всі види активів, втрата частини сукупного попиту.

Здійснений автором огляд сучасних досліджень з питань антициклічної та стабілізаційної політики на прикладі країн Великої вісімки, Гонконгу, Ізраїлю та інших показує, що оперативні заходи впливу на економіку в більшій мірі спираються на інструменти монетарного регулювання. Проте за режиму фіксованого валютного курсу, коли монетарна влада позбавлена можливості проводити незалежну грошово-кредитну політику, більший ефект мають заходи фінансового регулювання, доповнені макропруденційними правилами.

У результаті аналізу пояснювальних можливостей теоретичних моделей взаємодії фінансових і монетарних інструментів зроблено висновок, що теоретичні конструкції на зразок моделі торгового балансу  $NX-(NS-I)$  у поєднанні з моделлю  $AD-AS$ , моделі Манделла-Флемінга, моделі  $IS-LM-BP$  можуть бути використані як теоретична основа сучасного фінансово-монетарного регулювання. Вони дають можливість у загальних рисах передбачити взаємне підсилення або, навпаки, послаблення фінансових і монетарних заходів, більшу ефективність застосування фінансових і монетарних інструментів за певних умов, серед яких загальний рівень економічного розвитку, перебування на певній фазі економічного циклу, відкритість економіки, режим обмінного курсу, відносна автономія органів монетарної влади.

Наприклад, модель торгового балансу  $NX-(NS-I)$  має пояснювальну перевагу, що полягає у віддзеркаленні взаємозалежності торгового балансу країни та балансу

заощаджень і інвестицій. Вона пояснює наближення (віддалення) від загальної рівноваги як рівноваги одночасно залежної від використання монетарних і фінансових інструментів. Інший приклад – динамізована (ітераційна) модель *IS-LM* дає можливість формалізувати проблему оптимального відновлення макроекономічної рівноваги після її порушення внаслідок поєднання фінансово-монетарних інструментів та з урахуванням визначеного діапазону кількісних співвідношень фінансових і монетарних параметрів. На прикладі моделі *IS-LM* продемонстровано, що динамізовані аналоги статичних моделей є теоретичною базою формування макропруденційних правил фінансово-монетарної трансмісії.

Розроблені макроекономістами статичні та динамізовані пояснювальні моделі через властиві будь-яким теоретичним моделям об'єктивні обмеження не віддзеркалюють усієї складності механізму трансмісії. Вони можуть використовуватися лише як інструментарій теоретичного дослідження окремих ланок у трансмісійному механізмі та слугувати для пояснення окремих елементів загальної логіки окремих передавальних каналів. Важливу роль зазначені моделі відіграють у генеруванні вихідних умов для побудови економетричних моделей, застосованих автором у подальших розділах дисертації.

У розділі 2 «Канали фінансової трансмісії та їх державне регулювання» досліджено фінансову складову трансмісійних механізмів, представлену у вигляді чотирьох каналів – податкового, державних видатків, дефіциту державного бюджету та боргового.

Результатом аналізу податкового каналу поширення регулюючих імпульсів стало доведення необхідності розмежування способів поширення імпульсів залежно від видів податків (рис. 4).

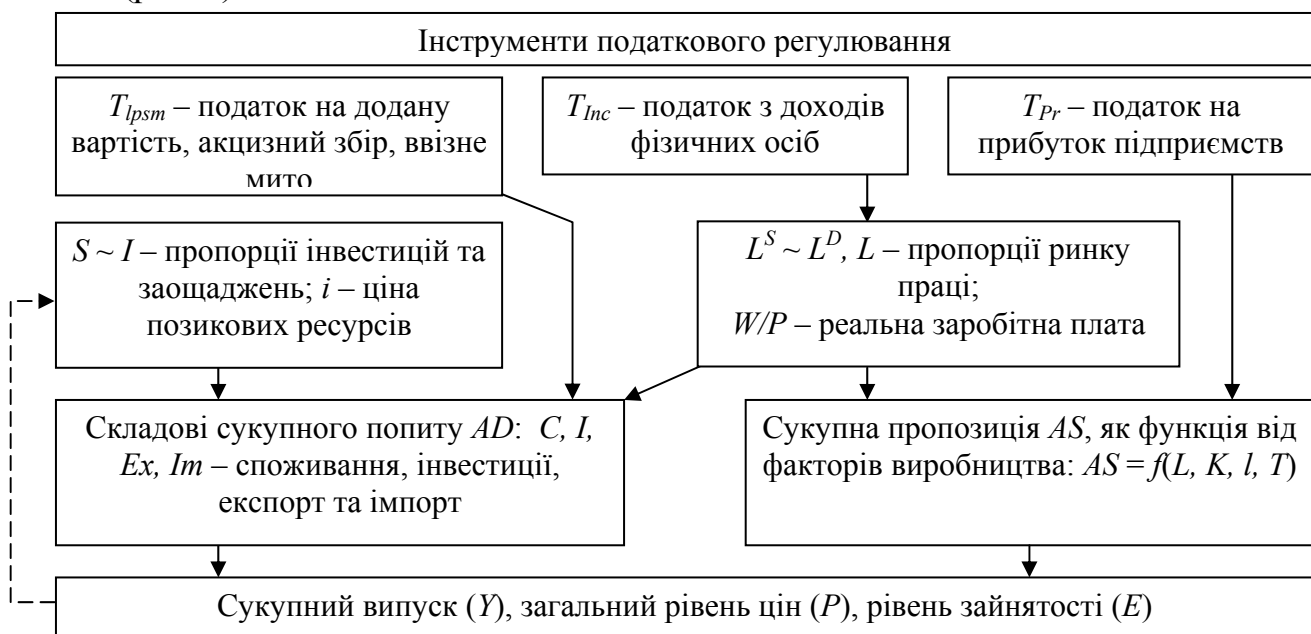
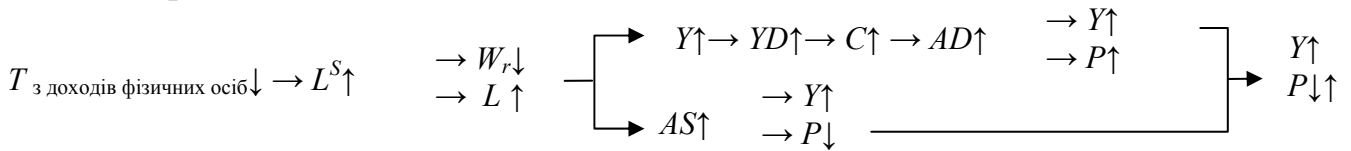


Рис. 4. Механізм податкового каналу фінансової трансмісії

Рисунок ілюструє існування різних каналів трансмісії при податковому регулюванні. Зокрема, зменшення податку з доходів фізичних осіб створює стимулюючий імпульс для пропозиції праці. Як результат, за незмінного попиту на

працю заробітна плата зменшується на тлі зростання сукупних реальних доходів населення, що стимулює споживчий попит, збільшує випуск і рівень цін. З іншого боку, збільшення пропозиції праці розширює сукупну пропозицію і випуск, одночасно зменшуючи рівень цін. У такий спосіб зменшення податку з доходів фізичних осіб генерує стимулюючий імпульс для сукупного випуску і формує суперечливий вплив на загальний рівень цін:



У контексті трансмісійного підходу відсутність у вітчизняній податковій системі податку з доходів, отриманих у вигляді відсотків, обертається втраченими можливостями впливу на макроекономічні пропорції шляхом зміни ціни позикових ресурсів та коригування співвідношення інвестицій і заощаджень. Разом з тим, ринок інвестицій і заощаджень є задіяним у ланцюгу оберненого зв'язку непрямого оподаткування (пунктирний зв'язок на рис. 4): спроба стимулювання випуску шляхом пом'якшення податкової політики за певних умов викликає зворотний ефект через переваги ліквідності.

У рамках дослідження податкового каналу також отримано емпіричне підтвердження наявності «не-кейнсіанського» ефекту податкового регулювання, згідно з яким збільшення податкового навантаження може спричиняти зростання сукупного попиту: за оцінкою податкового каналу в економіці України у 2006–2012 рр. збільшення податку на прибуток підприємств супроводжувалося розширенням інвестиційної складової сукупного попиту.

З'ясовано, що використання каналу бюджетних видатків з метою стимулювання економіки може мати різні, іноді діаметрально протилежні наслідки, залежно від певних обставин.

Перша обставина – очікуваність або несподіваність державних видатків. Несподіване збільшення останніх здатне безпосередньо вплинути на пропорції реального сектору економіки – параметри ринку праці, ціни активів тощо. Водночас, очікуване збільшення витрат бюджету спрацьовує аналогічно через канал очікувань і відповідну «протидію» економічних суб'єктів з урахуванням ними ризиків ненастання очікуваної події.

Обставина друга – очікування економічними суб'єктами перманентної чи тимчасової зміни державних видатків. За теорією постійного доходу, економічні суб'єкти залежно від змісту очікувань приймають рішення про розподіл власних доходів на споживання та заощадження, а відтак формують споживчу та інвестиційну складову сукупного попиту, очікування цін активів, відсоткових ставок та інфляції.

Обставина третя – цільове призначення державних видатків. Державні програми, спрямовані на стимулювання виробництва і створення нових робочих місць, здатні підвищити попит на працю, і, як наслідок, – збільшити реальну заробітну плату, сукупні доходи і випуск. Розширення видатків державного бюджету, спрямованих на збільшення державного споживання, порівняно швидко

збільшує сукупний попит, проте спричиняє інфляційний тиск на ціни, а тому зменшує реальну заробітну плату та доходи реального сектору.

Обставина четверта – співвідношення окремих статей видатків у Зведеному бюджеті України. Різні напрями бюджетних витрат характеризуються різним мультиплікативним ефектом і, отже, по-різному впливають на рівень сукупного попиту та випуск.

Обставина п'ята – вибір джерел відшкодування бюджетного дефіциту в разі перевищення запланованих витрат над доходами бюджету. Джерела фінансування дефіциту бюджету, які фактично використовуються у вітчизняній практиці – розміщення ОВДП, ОЗДП, емісія грошей, кредити міжнародних організацій тощо – тісно пов'язані з монетарною сферою. Тому кінцевий результат застосування згаданих інструментів – вплив на макроекономічні змінні – суттєво залежить від узгодженості фінансових і монетарних заходів.

Проведені автором розрахунки парних кореляцій агрегованих статей видатків зведеного бюджету з основними макроекономічними показниками дають підстави стверджувати, що істотний вплив на макроекономічні пропорції чинить зміна державних трансфертів, оскільки ця стаття видатків має найвищі показники кореляції зі складовими сукупних витрат і наявними доходами населення. Натомість, агрегована стаття споживчих видатків бюджету має найбільші можливості трансмісійного впливу на показник рівня зайнятості, зміни загального рівня цін за ІСЦ та індекс макроекономічної рівноваги (табл. 1).

Таблиця 1

**Коефіцієнти кореляції агрегованих статей видатків Зведеного бюджету України з макроекономічними показниками за 2006-2012 рр.\***

Показники	агреговані статті видатків бюджету		
	Державні трансферти	Державні споживчі видатки	Державні інвестиції
Наявні доходи населення	0,93	0,80	0,48
Рівень зайнятості	0,48	0,53	0,20
Середньомісячна заробітна плата, реальна	0,94	0,81	0,29
Споживчі витрати	0,94	0,85	0,48
Інвестиційні витрати	0,23	-0,02	0,15
Імпорт товарів і послуг	0,90	0,79	0,48
ВВП	0,90	0,75	0,51
Зміна рівня цін за ІСЦ	0,44	0,51	0,15
Індекс макроекономічної рівноваги	0,38	0,49	0,28

\* Розраховано автором за даними Держкомстату України за період 2006-2012 рр.

Проведене дослідження складових каналу видатків бюджету дало змогу виокремити у складі цього каналу три напрями поширення бюджетних імпульсів, що ініціюються фінансовою владою у такий спосіб: у результаті імпульсу від зміни державних трансфертів, імпульсу від державних споживчих витрат та імпульсу від державних інвестицій.



На основі аналізу даних макроекономічної статистики України 2006–2012 рр. автором виявлено, що збільшення дефіциту бюджету відбувається, у більшій мірі, під впливом зростання видатків бюджету, ніж під впливом скорочення дохідної його частини. Це вказує на необхідність проведення заходів бюджетної консолідації, спрямованих на приведення видаткової частини бюджету у відповідність із доходами, а в разі недостатності цих заходів – зменшення поточного дефіциту бюджету шляхом переведення дефіциту в борг.

Автором доведено, що борговий канал має вагому роль у вітчизняній практиці фінансового регулювання й активно використовується фінансовою владою. Зростання обсягів державного боргу впродовж аналізованих років призводило до збільшення витрат на обслуговування боргу. Швидке зростання зобов'язань, постійне коригування бюджету й податкового законодавства значно ускладнює управління в податково-бюджетній сфері та унеможлиблює довгострокове планування державних фінансів.

У розділі 3 «**Канали грошової трансмісії та їх державне регулювання**» досліджено монетарну складову трансмісійних механізмів шляхом аналізу основних каналів монетарного регулювання – процентного, кредитного, курсового та каналу цін активів.

Вивчення практичного досвіду функціонування процентного каналу в економіках з різним рівнем розвитку дає підстави стверджувати, що лібералізація руху капіталу забезпечує стимули до посилення процентного каналу. Хоча в малих відкритих економіках, які не мають впливу на глобальну фінансову ситуацію, процентний канал може з часом слабшати. Емпіричні оцінки свідчать про те, що вплив зміни облікової ставки центральних банків на процентні ставки комерційних у довгостроковій перспективі слабшає в малих і середніх розвинутих країнах з режимом інфляційного таргетування. Подібні ефекти спостерігаються у країнах, що розвиваються. Послаблення процентного каналу може бути проблемою в разі недостатньої надійності каналу обмінного курсу внаслідок надмірної нестабільності останнього.

Дослідження процентного каналу в Україні свідчить про існування таких ефектів: 1) вплив кредитної ставки на показник ВВП є значно меншим, ніж вплив на загальний рівень цін; 2) відгук рівня цін на імпульс кредитної ставки характеризується початковим стрибком цін із подальшим зниженням і затуханням коливань; 3) зменшення ставки процента за кредитами створює стимулюючий вплив на показник пропозиції грошей у формі широких грошей.

Визначено, що властивості кредитного каналу пов'язані з можливостями впливу на співвідношення інвестиційної привабливості різних фінансових активів. При кількісному оцінюванні це може бути визначено як «премія за ризик» – перевищення очікуваної дохідності активу порівняно з певним базовим безризиковим рівнем дохідності. У такий спосіб кредитний канал забезпечує можливості впливу монетарної політики спочатку на фінансовий, а згодом – на реальний сектор без прямого регулювання процентних ставок.

Емпіричні дослідження багатьох країн засвідчують, що кредитний канал є найбільш ефективним в економіках зі значною кількістю залежних від банків

позичальників. Є підстави стверджувати, що така ситуація подібна до української, де ринки прямого фінансування (облігацій та акцій) є нерозвинуті, відповідно, економічні суб'єкти надзвичайно залежні від банківського сектору.

Ініціація трансмісійного механізму через канал обмінного курсу відбувається в результаті змін у монетарній політиці, зокрема, заходів центрального банку, спрямованих на корекцію обмінного курсу національної валюти. Імпульс зміни обмінного курсу поширюється в економіці завдяки ефекту зміни відносних цін і так званому балансовому ефекту (рис. 5).

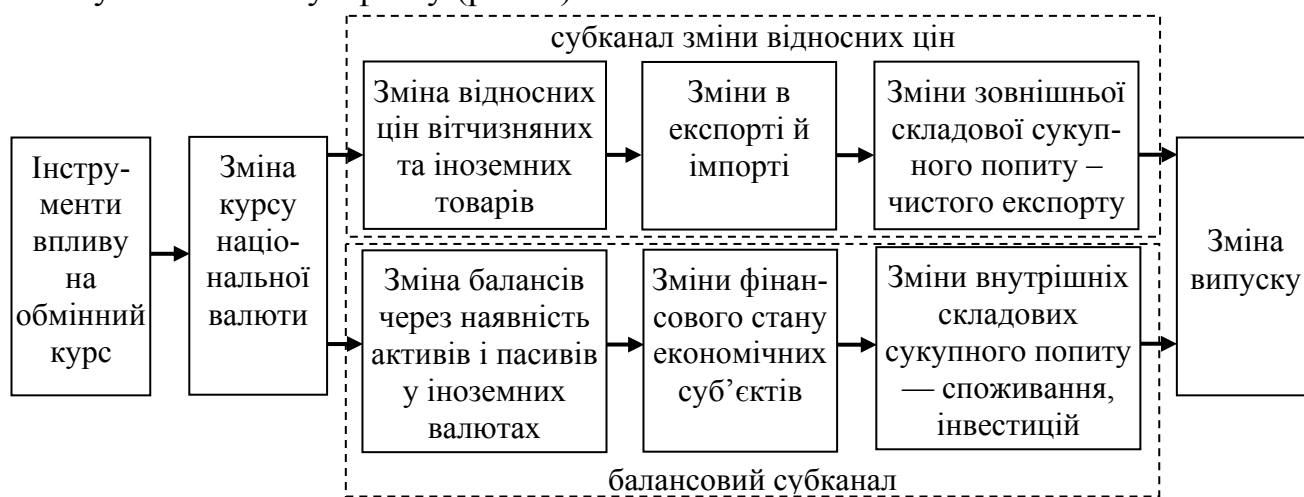


Рис. 5. Структура курсового каналу фінансово-монетарної трансмісії

В українській економіці, якій властива значна доларизація, зміна курсу національної валюти стає відчутною практично для всіх економічних суб'єктів. Зважаючи на це, балансовий ефект має широкий спектр дії та спричиняє зміни фінансового стану переважної більшості економічних суб'єктів. Виключна потужність балансового ефекту є специфічною рисою фінансово-монетарної трансмісії саме в економіці України.

Проведене дослідження дало змогу зробити внесок у розв'язання дискусійних питань, пов'язаних із функціонуванням каналу цін активів в українській економіці.

Встановлено, що в економіці України механізм впливу пропозиції грошей на кон'юнктуру ринків цінних паперів – акцій та облігацій – описаний  $q$ -теорією Тобіна та «ефектом багатства», є спотвореним унаслідок недостатнього розвитку фінансових ринків. Зокрема, аналіз фактичних даних дає змогу стверджувати таке: зростання грошової маси спричиняє скорочення обсягів операцій на ринку облігацій та падіння цін на ринку акцій; напрям фактичного причинно-наслідкового зв'язку ринку акцій та облігацій є протилежним теоретичному поясненню: зміни на ринку акцій створюють вплив на ринок облігацій; зв'язок між зміною кон'юнктури на ринках акцій та облігацій є прямим: падіння цін на ринку акцій спричиняє зменшення операцій з купівлі-продажу облігацій, хоча, кон'юнктура ринків повинна мати обернену залежність.

Ринки цінних паперів залишаються обмеженою сферою руху фінансових активів, із незначною кількістю учасників і мізерною часткою ринкових операцій, що є основною причиною слабких і спотворених зв'язків у складі трансмісійного механізму каналу цін активів.

За результатами аналізу доведено, що функціонування каналу цін активів в українській економіці залежить від таких тенденцій:

- надання переваги формуванню інвестиційних активів підприємств на фінансових ринках на відміну від банківського кредитування;
- активізація ринків цінних паперів із розширенням кола фінансових інструментів, доступних домогосподарствам, для перетворення заощаджень у альтернативні банківським депозитам і вкладенням у нерухомість фінансові інструменти.

У розділі 4 «**Державне регулювання каналів фінансово-грошової змішаної трансмісії в Україні**» розкрито проблему законодавчого забезпечення змішаної фінансово-монетарної трансмісії, вибору пріоритетів у формуванні фінансово-монетарної взаємодії, стратегії розбудови трансмісійного механізму державного регулювання, запровадження системи правил фінансово-монетарного регулювання в діяльності органів фінансової та монетарної влади.

Контент-аналіз законодавчої бази та програмно-цільових документів, що визначають зміст фінансово-монетарної політики, дав змогу встановити, що у взаємодії органів фінансової та монетарної влади спостерігається підпорядкованість діяльності останньої вирішенню проблем фінансування державних витрат. Відтак, монетарна політика виявляється підпорядкованою фінансовій.

Встановлено, що монетарна політика Національного банку може вважатися незалежною лише доти, доки не суперечить цілям фінансової політики. Таке підпорядкування вимагає від монетарної влади більшої гнучкості в реалізації монетарних заходів регулювання, тіснішої взаємодії з Міністерством фінансів, пошуку шляхів узгодження фінансово-монетарного регулювання на постійній, заздалегідь визначеній основі. Отже, монетарна влада виявляється більш зацікавленою в реалізації певних фінансово-монетарних правил. Зокрема, у декларованій політиці Національного банку України присутні такі акценти:

- розширення взаємодії та узгодження регулюючих заходів фінансово-монетарного впливу на реальний сектор;
- поступова зміна акцентів у режимах таргетування: від таргетування стабільності грошової одиниці до таргетування інфляції;
- посилення ролі макропруденційного регулювання, імплементація правил монетарної політики.

Встановлено, що 2009–2010 рр. стали найбільш активним періодом у розбудові монетарного трансмісійного механізму. Ключова роль у цей період перейшла до кредитного каналу. Відбувся умовний розподіл сфер застосування трансмісійних механізмів: валютний канал почав використовуватися для вирішення зовнішньоекономічних завдань монетарного регулювання, за кредитним каналом закріпилася роль ключового каналу в реалізації внутрішнього регулювання.

У 2011–2013 рр. посилювалися та розвивалися започатковані в попередніх роках ініціативи в розбудові трансмісійного механізму монетарного регулювання з одночасним посиленням уваги до спільних фінансово-монетарних проблем. Серед таких проблем: забезпечення «автоматичної» фінансово-монетарної взаємодії на чітко визначеній основі; урахування впливу економічних очікувань на результативність

фінансово-монетарних заходів регулювання, запобігання макроекономічним та пруденційним ризикам і пов'язаною з цим необхідністю формування фінансових і монетарних правил регулювання.

З'ясовано, що фактор очікувань економічних суб'єктів, який є складовою трансмісійного механізму, може виступати самостійним генератором імпульсів і бути чинником реальних змін в економіці без фактичного застосування фінансово-монетарних інструментів. Найбільш суттєво фактор очікувань у складі фінансово-монетарної трансмісії проявляється в таких умовах: 1) у розвинутих економіках, де фінансова система є стабільною і чутливо реагує на найменші зміни або навіть потенційну можливість таких змін. У цьому разі очікування підсилюють вплив регулюючих заходів, а в окремих випадках можуть замінити їх; 2) за умов макроекономічної нестабільності, тривалого спаду в економіці або ж у разі, коли рівень довіри до уряду є низьким, очікування економічних суб'єктів виступають фактором, який може суттєво ослаблювати регулюючий вплив або призводити до результатів, протилежних очікуваням.

Для оцінки ролі очікувань в економіці України проаналізовано імпульсні відгуки макроекономічних показників на зміну одного з найважливіших поведінкових чинників – індексу споживчих настроїв (ІСН). Результати економетричної оцінки за даними квартальної статистики України 2006–2012 рр. виявили, що на імпульс споживчих настроїв найшвидше й найбільше реагували два показники: ВВП та інвестиційні витрати. Інший показник, реакція якого є значною – споживчі витрати – реагував на вплив ІСН неоднозначно: після зростання споживання протягом двох періодів після початкового імпульсу в наступних двох періодах відбувалося зменшення споживання.

Підтверджено гіпотезу, що вплив очікувань на функціонування передавального механізму особливо проявлятиметься в умовах макроекономічної нестабільності або ж у разі низького рівня довіри до фінансової та монетарної влади. У такій ситуації економічні суб'єкти формують негативні очікування, що призводить до зменшення дієвості фінансово-монетарних інструментів стосовно економічного зростання, суттєвого відхилення фактичних макроекономічних показників від запланованих. Отже, негативні очікування спроможні суттєво знизити ефективність і передбачуваність наслідків фінансово-монетарного регулювання.

Деформування фінансово-монетарного передавального механізму вимагає врахування логіки та правил взаємодії за умов загальної макроекономічної рівноваги, з одного боку, та врахуванням умов нерівноваги й нестабільності, з іншого. За умов макроекономічної нестабільності взаємодія фінансової та монетарної політик повинна спиратися на уявлення про зміст, кількісні та часові параметри таких економічних явищ, як шоківі імпульси, шоківі трансмісія та участь у ній поведінкових чинників, зокрема, різноманітних схильностей та очікувань.

На основі проведеного дослідження сформовано авторську концепцію фінансово-монетарного регулювання, згідно з якою взаємодія фінансової та монетарної влади може бути налагоджена на основі формулювання певних

закономірностей і вироблення відповідних правил поведінки. Під правилами розуміємо залежності, що визначають бажану реакцію суб'єктів монетарної та фінансової влади у відповідь на відхилення економіки від цільових макроекономічних орієнтирів розвитку. Дотримання правил означає, як мінімум, відмову від дискреційних непередбачуваних змін у фінансово-монетарній сфері.

Якщо використання правил у монетарній сфері в українській економіці вже має певну традицію, то досвід застосування правил у фінансовій сфері лише формується. Це впливає з офіційних програмних документів, які висвітлюють завдання та стратегію фінансового регулювання економіки і в яких наголошується на необхідності використання правил фінансового регулювання.

Відповідно до передавальних каналів фінансового трансмісійного механізму можуть бути запропоновані правила фінансової політики, серед яких:

– правило незростання частки державного боргу у ВВП:

$$b \leq \frac{d}{g_y - r}$$

(де  $b$  – відношення обсягу державного боргу до ВВП;  $d$  – відношення обсягу дефіциту бюджету до ВВП;  $r$  – реальна ставка відсотка з обслуговування державного боргу;  $g_y$  – темп економічного зростання);

– правило частки податків, що гарантує незростання державного боргу:

$$t \geq g - b(g_y - r)$$

(де  $t$  – відношення доходів бюджету до ВВП;  $g$  – відношення видатків бюджету до ВВП);

– правило частки державних видатків, що гарантує незростання державного боргу:

$$g \leq t + b(g_y + r).$$

Використання системи правил дає можливість удосконалювати механізм фінансово-монетарного регулювання економіки за такими напрямками:

– шляхом створення чіткої системи пріоритетів фінансово-монетарного регулювання, збільшення транспарентності та передбачуваності дій фінансової влади в податково-бюджетному регулюванні, покращання фінансової дисципліни;

– завдяки формуванню на основі узгоджених правил у фінансовій і монетарній сферах передумов для ефективного узгодження дій фінансової та монетарної влади в напрямі посилення відповідності заходів фінансового та монетарного впливу.

У розділі 5 «**Моделювання трансмісійного механізму в українській економіці та формування макроекономічної політики**» реалізовано дослідження механізму фінансово-монетарної трансмісії в Україні економетричними методами – на основі моделей векторної авторегресії, функцій імпульсних відгуків і декомпозиції дисперсій складових фінансово-монетарного механізму та макроекономічних показників.

В основу застосованої методики аналізу фінансово-монетарного механізму покладено метод векторної авторегресії (VAR), що дає змогу виявити динамічний зв'язок між поточними й лаговими значеннями одразу багатьох досліджуваних показників. Включення в модель широкого кола вихідних даних та дослідження прямих і обернених зв'язків між показниками та їх лаговими значеннями мінімізує обмеження

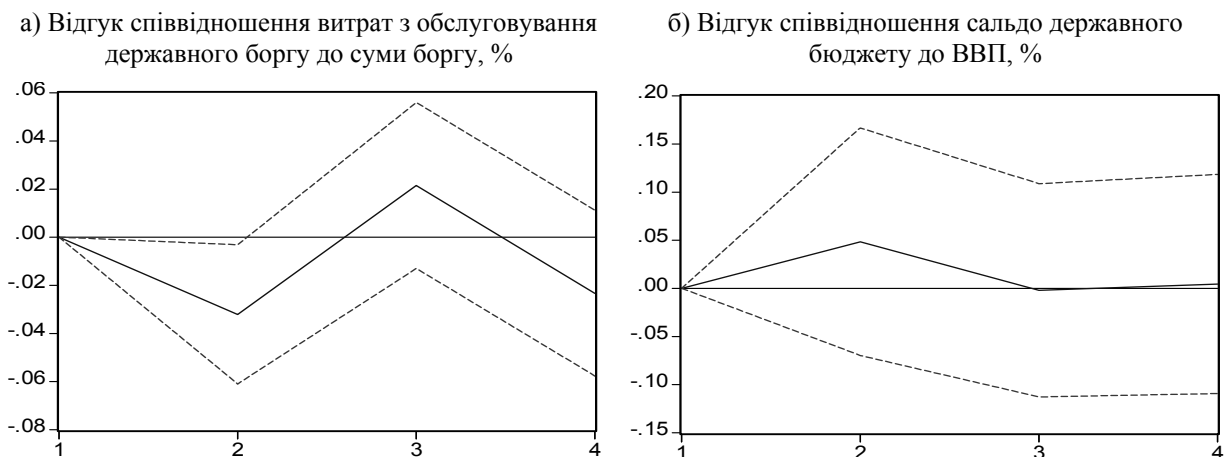
при інтерпретації отриманих результатів; основний зміст яких – це емпіричні свідчення про реакцію макроекономічних змінних на фінансово-монетарні імпульси.

Дослідження каналів фінансово-монетарної трансмісії в економіці України реалізовано на основі даних квартальної статистики за період 2006–2012 рр., що охоплюють 177 показників.

За результатами модельного аналізу встановлено, що у фінансовому секторі податкові імпульси поширюються через зміну доходів бюджету. Імпульс від змін податку на додану вартість також опосередковано впливає на зміну державного боргу. Канал доходів бюджету виявляє обернений зв'язок із показником дефіциту державного бюджету.

Канал видатків бюджету виявився задіяним у трансмісійному механізмі шляхом активізації похідних фінансових каналів – боргу та дефіциту бюджету. Впливовим джерелом імпульсів, зазвичай, ставала зміна капітальних видатків державного бюджету.

Імпульс зміни капітальних видатків державного бюджету із затримкою у один період ініціює статистично значимі зміни частки витрат з обслуговування боргу (рис. 6 а) та дефіциту бюджету (рис. 6 б). Проте відгук показника дефіциту бюджету є короткотерміновим і повністю зникає у третьому з досліджуваних періодів.



(суцільна лінія відображає відгук досліджуваного показника на фінансовий імпульс; пунктирні лінії окреслюють діапазон  $\pm 2$  стандартні похибки)

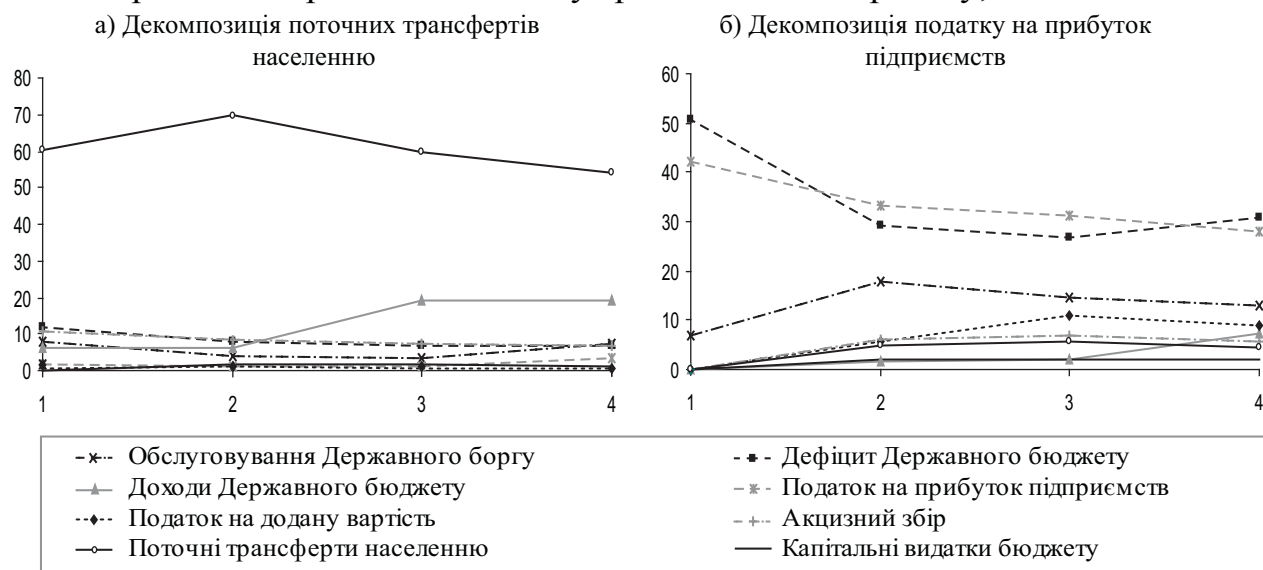
Рис. 6. Імпульсні відгуки показників фінансової сфери на зміну капітальних видатків державного бюджету

Змінні, пов'язані з видатковим каналом трансмісії (поточні трансферти населенню (рис. 7 а), капітальні видатки Державного бюджету) виявилися такими, що на всьому досліджуваному інтервалі пояснюються, переважно, власними значеннями. Проте змінні, пов'язані з податковим каналом (доходи державного бюджету, податок на прибуток підприємств (рис. 7 б), податок на додану вартість, акцизний збір) визначаються не лише власними значеннями а й, значною мірою, – дефіцитом державного бюджету.

З'ясовано, що в реальний сектор фінансові імпульси фактично поширювалися в такий спосіб:

– завдяки каналу доходів, формується вплив на складові сукупного попиту – капітальні інвестиції, споживчі витрати та на ВВП, причому, споживчі витрати та

загальний рівень споживчих цін реагують із затримкою і досягають максимальних значень через два квартали від початку трансмісійного процесу;



(лінії на графіках ілюструють ступінь залежності (у відсотках) досліджуваного показника від інших складових фінансової трансмісії)

Рис. 7. Декомпозиція дисперсій фінансових показників поточних трансфертів та податку на прибуток підприємств

– через канал дефіциту бюджету імпульс поширюються в реальний сектор завдяки змінам у капітальних інвестиціях і змінам загального рівня цін (за показником ІСЦ);

– у межах каналу витратів бюджету вплив формується у вигляді зміни витрат на оплату праці працівників бюджетних установ і позначається на загальному рівні цін.

Аналіз підтверджує висновок про те, що похідні канали фінансової трансмісії пов'язані переважно з каналом витратів бюджету, оскільки демонструють залежність від складових бюджетних витрат – капітальних інвестицій та оплати праці.

Зміни загального рівня цін в економіці формувалися, головним чином, у межах витраткового каналу трансмісії, зокрема через витрати з оплати праці.

За результатами VAR-моделювання, пропозиції в частині застосування фінансових каналів трансмісії можуть бути такими:

– у зв'язку з небезпекою посилення інфляційних тенденцій в українській економіці, що в сучасних умовах веде до стагфляції, виникає необхідність обмеження дії каналу витратів державного бюджету через субканал державних трансфертів з одночасним запровадженням компенсаційних заходів через субканал державних інвестицій;

– найбільш ефективними фінансовими заходами стимулювання економіки є ті, що пов'язані з активізацією каналів доходів бюджету та державного боргу, а отримання прогнозованого результату у вигляді відгуку реального сектору може бути пов'язане з субканалом непрямого оподаткування та каналом державного боргу.

Як свідчать результати аналізу монетарної трансмісії, зміни грошової пропозиції майже не формують відгуків у вигляді змін грошово-кредитних

показників за виключенням індексу українського фондового ринку (*UX*). Проте імпульсний відгук має місце і втілюється в таких показниках реального сектору, як загальний рівень цін, випуск, споживчі витрати. Цей вплив реалізується завдяки кредитному каналу та каналу цін активів.

Монетарний імпульс, ініційований зміною офіційних резервних активів, поширюється в монетарному секторі через показники, пов'язані зі зміною обсягів кредитів і депозитів. Також статистично значущий імпульсний відгук на зміну депозитів підприємств виявляє курс національної валюти. Можливості цього каналу монетарного впливу ефективно використовуються монетарною владою.

Встановлено, що значний потенціал впливу в монетарній сфері демонструє імпульс зміни нормативів обов'язкового резервування, який поширюється через складові кредитного каналу. У короткостроковій перспективі реалізація монетарного впливу на реальний сектор через кредитний канал може здійснюватися через зміни обсягів кредитування домашніх господарств із подальшим поширенням впливу на показники споживчих витрат і випуск. Стратегічним завданням розбудови монетарного трансмісійного механізму є створення комплексу заходів, спрямованих на забезпечення умов переходу від дискреційного регулювання цін та обсягів кредитних ресурсів у економіці до застосування кредитного каналу трансмісії через зміну кредитних умов, ставок рефінансування, резервних вимог тощо.

Канал обмінного курсу, задіяний у трансмісійному механізмі через зміни курсу національної валюти, не демонструє потужного впливу на реальний сектор економіки. Виключенням є тимчасова реакція загального рівня цін на зміну курсу. Навпаки, зміни офіційного курсу національної валюти до долара США значною мірою визначаються впливом обсягу фактичного ВВП, зміни загального рівня цін та зміни обсягів депозитів підприємств в іноземній валюті. Це свідчить на користь обраної Національним банком стратегії переходу до режиму інфляційного таргетування, як такого, що визнається найбільш ефективним режимом монетарної трансмісії в умовах економічної стабільності.

Дослідження фінансово-монетарної взаємодії через перехресний вплив каналів фінансово-монетарної трансмісії вказує на несиметричність взаємного впливу – показники фінансового сектору менше реагують на імпульси, що генеруються в монетарному секторі, ніж навпаки. Цей висновок корелює з результатами дослідження фінансово-монетарної взаємодії на рівні законодавства – реалізація монетарної політики певним чином підпорядковується або, принаймні, не суперечить цілям фінансового регулювання. У формуванні фінансової політики ми не знаходимо свідчень симетричних заходів взаємодії з монетарною владою, що вимагає упровадження корегуючих заходів законодавчого характеру, до яких можуть належати:

- законодавчі ініціативи, спрямовані на формування правового поля взаємодії фінансової та монетарної влади в частині формування, реалізації та аналізу результатів фінансово-монетарного регулювання;

- надання органам монетарної влади можливостей проведення максимально незалежної монетарної політики за аналогією з тим, як це відбувається в інших країнах.



## ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі здійснено теоретичне узагальнення та нове вирішення важливої наукової проблеми розроблення теоретичних і прикладних засад державного регулювання фінансово-монетарної трансмісії як цілісної системи фінансових і монетарних механізмів макроекономічного регулювання.

Основні теоретичні та прикладні висновки та пропозиції полягають у такому:

1. Узагальнення та систематизація існуючих уявлень про можливості та механізми фінансової та монетарної трансмісії дає підстави стверджувати, що напрацювання в цій сфері здебільшого присвячені питанням монетарної трансмісії в контексті вибору правил монетарної політики та пошуку оптимальних схем реагування монетарної влади на певні зміни в економіці. Значно менш дослідженими є питання фінансової трансмісії та фінансово-монетарної взаємодії. Саме тому потребують поглибленого аналізу можливості державного регулювання за допомогою змішаного – фінансово-монетарного інструментарію з акцентом на проблемах взаємодії двох політик, на з'ясуванні «точок перехресного впливу» при одночасному використанні і фінансових, і монетарних імпульсів.

2. Макроекономічна нестабільність української економіки та низька якість її державного регулювання є аргументом на користь необхідності перегляду основних теоретичних підходів, методологічної бази, методів та інструментів регулювання фінансово-монетарної сфери. Ускладнення функціонування фінансово-монетарної сфери спричиняє потребу вдосконалення механізму державного регулювання економіки фінансово-монетарними інструментами. Теоретичний апарат аналізу трансмісії фінансових і монетарних імпульсів виходить за межі традиційного аналізу взаємодії двох політик. Якщо взаємодія фінансової та монетарної політик може бути пояснена в межах сучасних модифікацій *IS-LM-BP* моделі, то фінансово-монетарна трансмісія, як сукупність фактичних передавальних каналів у конкретній досліджуваній економіці, передбачає використання елементів кейнсіанського аналізу з урахуванням не-кейнсіанських ефектів, монетаристських положень та елементів неокласичного синтезу. Трансмісійний аналіз повинен ґрунтуватися на всій сукупності сучасних теоретичних конструкцій та економетричних методів дослідження взаємозв'язків і переходів пов'язаних процесів і явищ фінансової та монетарної сфер з реальним сектором економіки.

3. Теорія фінансово-монетарної трансмісії повинна стати ключовим елементом сучасної теорії макроекономічної політики. У ній у систематизованому вигляді подається інформація про: джерела виникнення регулюючого імпульсу; передавальні канали, якими імпульс поширюється у фінансовому та монетарному секторі і надходить у реальний сектор економіки; про «перехресні» ефекти, що виникають при взаємодії фінансових і монетарних каналів регулювання; про зворотні ефекти, що відображають впливи реального сектору на фінансовий; про особливості модифікації проходження імпульсів та імпульсних відгуків у певному інституційному середовищі.

Трансмісійна методологія аналізу державного регулювання національної економіки передбачає акцентування уваги при дослідженні на джерелах генерування

імпульсів фінансово-монетарного походження, на передавальних каналах переходу імпульсів у реальний сектор та їх вплив на основні параметри макроекономічної рівноваги.

4. Розбудова теорії трансмісійного аналізу державного регулювання повинна спиратися й на ітераційні моделі взаємодії фінансової та монетарної політики як на такі, що формують теоретичне підґрунтя для формулювання обмежуючих правил фінансово-монетарної взаємодії. Внесок ітераційних моделей у пояснення трансмісійних механізмів полягає у врахуванні додаткових умов руху економіки до рівноважного стану або, навпаки, відхилення від нього. Зокрема, ітераційні моделі враховують кількісні параметри нового рівноважного стану економіки; враховують інверсійні зв'язки; пояснюють причини звуження діапазону можливих співвідношень параметрів фінансової та монетарної політик.

Застосування ітераційного підходу відкриває можливості для уточнення умов ефективності взаємодії фінансової та монетарної політик з урахуванням динамічної макроекономічної рівноваги. Такі умови спираються на оптимізацію відповідних коефіцієнтів, зокрема, коефіцієнта чистої зміни випуску на повному циклі руху точки тимчасової рівноваги.

5. Вивчення фінансових (податково-бюджетних) механізмів регулювання дає підстави для виокремлення у складі розгалуженого передавального механізму декількох каналів, зокрема, каналу податкових надходжень, каналу видатків бюджету, каналу дефіциту та боргу. Аналіз та порівняння цих каналів у вітчизняній економіці дав можливість виявити найбільш дієві канали трансмісії, особливості поширення регулюючих імпульсів у межах різних каналів та існування перехресної трансмісії, коли імпульс, ініційований у межах одного каналу, поширюється в економіці декількома шляхами, деформовані ланки передавального механізму, що призводять до неочікуваних результатів регулювання. Врахування таких деформацій і фактичних наслідків трансмісійного впливу дає змогу запропонувати систему компенсаційних заходів із використанням переваг фінансово-монетарної взаємодії.

6. Аналіз бюджетного каналу фінансової трансмісії дає підстави для виділення трьох шляхів передачі бюджетних імпульсів: 1) у результаті імпульсу зміни державних трансфертів; 2) імпульсу державних споживчих витрат; 3) імпульсу державних інвестицій. За емпіричними оцінками, використання каналу бюджетних витрат з метою стимулювання економіки може мати різні, іноді діаметрально протилежні наслідки, залежно від багатьох обставин, основними з яких є масштаб кількісних змін та їх часові характеристики, очікуваність або несподіваність змін державних витрат; очікуваність перманентної або тимчасової зміни державних витрат; цільова спрямованість заходів податково-бюджетного регулювання; співвідношення окремих статей видатків у витратній частині бюджету.

7. Дослідження податкового каналу поширення регулюючих імпульсів засвідчує наявність в економіці України трьох його розгалужень:

- через податок з доходів фізичних осіб, що впливає на пропозицію праці;
- через податок на прибуток підприємств, що, за логікою «економіки пропозиції», впливає на випуск;

– через непрямі податки, що впливають на елементи сукупного попиту – споживчі витрати та витрати на імпорт.

Аналіз впливу податкових імпульсів на основні макроекономічні параметри засвідчує порівняно невисоку ефективність податкового регулювання. Зокрема, податковий канал фінансової трансмісії не виявляє тих залежностей, які відповідають теорії, за виключенням дії податку на доходи підприємств. Зміна цього податку, як джерела регулюючого імпульсу, призводить до значущих змін випуску та наближає економіку до стану макроекономічної рівноваги.

Результати дослідження податкового каналу трансмісії в економіці України дають підстави для висновку, що фінансові зміни, як обмежуючого, так і стимулюючого характеру, мали такий вплив на приватне споживання, що суперечить кейнсіанській теорії. Водночас, припущення про «не-кейнсіанський» ефект податкового імпульсу знайшло емпіричне підтвердження у факті прямого зв'язку між збільшенням податків і зростанням приватного споживання.

8. Із дослідження каналу дефіциту бюджету та боргового каналу фінансового регулювання з'ясовано, що між ними існує взаємозв'язок, заснований на взаємозв'язку параметрів дефіциту державного бюджету та державного боргу. З податковим і бюджетним каналами трансмісії похідні канали дефіциту та боргу пов'язує прямий та обернений зв'язок. Це може пояснюватися тим, що регулювання взаємозв'язку дефіциту та боргу в межах заходів бюджетної консолідації передбачає заходи, спрямовані на вирівнювання співвідношення між доходами та видатками бюджету. Одним із важливих аспектів у оцінці консолідації як комплексу заходів з вирівнювання доходів і видатків бюджету, зокрема, зменшення дефіциту бюджету шляхом переведення дефіциту в борг, є ступінь взаємодії фінансових і монетарних інститутів державної влади та ефективність застосування відповідних регулюючих інструментів.

Оцінка зв'язків між передавальними каналами фінансової трансмісії свідчить, що канал дефіциту бюджету має тісніший зв'язок із каналом бюджетних видатків, ніж каналом доходів бюджету. Тобто, дефіцит бюджету виникає більшою мірою під впливом зміни видатків бюджету, ніж зміни його доходної частини.

9. Обґрунтовано доцільність виділення у складі монетарної трансмісії лише тих передавальних каналів, наявність і дієвість яких доведено в умовах конкретної економіки. Цей висновок ми пояснюємо тим, що перелік передавальних каналів, їх трансмісійна здатність, а тому значимість і необхідність виділення окремих монетарних каналів у економіках країн, які перебувають на різних етапах економічного розвитку, визначається історичними, соціально-економічними, інституційними умовами, особливостями грошово-кредитних систем, специфікою монетарної політики уряду, умовами взаємодії органів фінансової та монетарної влади тощо.

Вивчення монетарних каналів трансмісійного механізму в економіці України дає підстави для висновку про наявність таких основних каналів монетарного регулювання: відсоткового, кредитного, курсового, – та реалізацію окремих елементів каналу цін активів.

10. Результати дослідження монетарної трансмісії в економіці України дають змогу виокремити специфічні риси основних монетарних каналів.

Дослідження відсоткового каналу у вітчизняній економіці доводить, що регулювання грошової пропозиції з метою впливу на відсоткові ставки поки що не є відпрацьованим інструментом у складі монетарного трансмісійного механізму. Процес поширення монетарного імпульсу в реальний сектор ініціюється зміною відсоткових ставок, що регулюються центральним банком. Проте емпірична перевірка доводить, що облікова ставка та ставки за міжбанківськими кредитами безпосередньо не впливають на рівень інвестицій в економіці.

Дослідження трансмісійного механізму курсового каналу виявило, що джерелами початкового імпульсу ініціації курсового каналу можуть бути інструменти як монетарної, так і фінансової політик завдяки наявності обернених зв'язків та ефектів взаємного впливу між фінансовими та монетарними імпульсами. Разом з тим, активне використання курсового каналу в Україні є обмеженим через: ситуативну необхідність утримання фіксованого курсу національної валюти з метою стримування інфляції, стабілізації економіки та забезпечення фінансової дисципліни. Є підстави стверджувати, що проведення Національним банком політики таргетування обмінного курсу може виявлятися найбільш ефективним в умовах макроекономічної нестабільності.

Функціонування каналу цін активів передбачає наявність дієвого механізму впливу пропозиції грошей на кон'юнктуру ринків цінних паперів. Вивчення даних щодо розвитку ринків цінних паперів та економетрична оцінка каналу цін активів у частині передачі монетарного імпульсу на ці ринки свідчить, за українськими даними, про надзвичайну слабкість цього механізму.

11. З'ясовано, що фінансовий механізм трансмісії порівняно з монетарним виявляється більш дієвим засобом впливу на економіку в нестабільних умовах, під час виходу з кризи та під час економічних спадів. Монетарний механізм слугує інструментом підтримання стабільності в періоди наближення до макроекономічної рівноваги. З урахуванням цього, під час економічних підйомів, відносної макроекономічної стабільності та наближення економіки до рівноважного стану фінансово-монетарна взаємодія повинна будуватися на паритетних засадах із додержанням принципів незалежності монетарної влади. Під час економічної нестабільності та розбалансування, економічних криз, післякризового стану та стагнації фінансова політика повинна відігравати провідну роль у фінансово-монетарному регулюванні при підпорядкуванні їй цілей та інструментів монетарного регулювання. У перспективі наближення економіки України до траєкторії рівноважного збалансованого розвитку акценти у фінансово-монетарному регулюванні повинні поступово зміщуватись у бік монетарних каналів впливу на економіку.

12. Доведено значну роль очікувань економічних суб'єктів, як окремого чинника у складі фінансових і монетарних каналів трансмісії, а саме те, що очікування економічних суб'єктів щодо заходів фінансово-монетарного регулювання здатні впливати на макроекономічну рівновагу, особливо в умовах макроекономічної нестабільності.

Вивчення впливу очікувань на фінансово-монетарний трансмісійний механізм в Україні свідчить, що в умовах, коли економічна політика є передбачуваною та

відповідає поставленим цілям, вплив очікувань зменшується. В умовах посилення макроекономічної нестабільності економічні суб'єкти здатні формувати негативні очікування, які блокують дію стимулюючих заходів фінансово-монетарного регулювання. Запропоновано врахування імпульсу очікувань, як самостійного чинника впливу на складові трансмісійного механізму та кінцеві цілі економічного регулювання.

Аналіз ролі фактора очікувань у складі каналів фінансово-монетарної трансмісії в Україні дає змогу зробити висновок про те, що виділення на основі фактора очікувань окремого передавального «каналу очікувань» може бути корисним у науковому сенсі. Вивчення ролі очікувань на прикладі економіки України та зарубіжних економік, а також економетричні оцінки ролі фактора очікувань у трансмісійному механізмі доводять, що очікування виступають елементом більшості наявних фінансових і монетарних каналів та повинні враховуватися в їхньому складі.

13. З'ясовано причини деформування фінансово-монетарного передавального механізму за умов шокової трансмісії, яка може відбуватися під впливом змін у схильностях економічних суб'єктів і змін їх очікувань. Розкрито логіку трансмісійних механізмів та акцентовано увагу на особливих причинах модифікації трансмісії, які, власне, і роблять імпульс шоким. Зроблено спробу узгодження двох напрямів у теорії взаємодії економічних політик – дослідження логіки та правил взаємодії за умов загальної макроекономічної рівноваги, з одного боку, та за умов нерівноваги й нестабільності, з іншого. Доцільна взаємодія політик за умов макроекономічної нестабільності повинна спиратися на уявлення про зміст і кількісні параметри таких економічних явищ, як шоківі імпульси, шокова трансмісія та участь у ній поведінкових чинників, зокрема, різноманітних схильностей та очікувань.

14. Дослідження фінансово-монетарного трансмісійного механізму за допомогою економетричних моделей векторної авторегресії дає можливість встановити, що фінансові канали трансмісійного механізму містять потужний потенціал впливу на реальний сектор економіки. Монетарна складова трансмісійного механізму може бути більш розвинутою і представлена дворівневою структурою передавальних каналів зі значною кількістю взаємодіючих елементів. Попри більшу розробленість і досвід практичного використання, монетарна трансмісія демонструє менший потенціал впливу на макроекономічні процеси, принаймні в межах досліджуваних в українській економіці каналів впливу. Характер поширення монетарних імпульсів вказує на значні відхилення існуючого трансмісійного механізму від теоретичних уявлень про його функціонування. З'ясовані особливості трансмісії імпульсів державного регулювання у національній економіці дають змогу враховувати ці особливості у практиці фінансово-монетарного регулювання та окреслюють напрями вдосконалення трансмісійного механізму.

15. Удосконалення нормативно-правового забезпечення державного регулювання фінансово-монетарної сфери вимагає імплементації в нормативно-правову базу фінансових інститутів держави відповідних правил, з метою створення правового середовища, як підґрунтя для узгоджених, прозорих і передбачуваних дій

суб'єктів фінансово-монетарного впливу у формуванні та реалізації політики фінансово-монетарного регулювання. В умовах економічної нестабільності та розбалансування фінансово-монетарної сфери додержання правил покликане зробити більш передбачуваними результати регулюючого впливу на цільові макроекономічні параметри з контрольованим поширенням стимулюючого імпульсу; контрольованим впливом імпульсу на проміжні ланки передавального механізму з урахуванням можливих побічних ефектів стимулюючих заходів, вторинних та/або зворотних ефектів фінансово-монетарних заходів.

## СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ З ТЕМИ ДИСЕРТАЦІЇ

### *Монографії, навчальні посібники:*

1. Алімпієв Є.В. Фінансово-монетарна трансмісія у державному регулюванні економіки: монографія / Є.В. Алімпієв. – Кам'янець-Подільський: Аксіома, 2013. – 356 с. (16,1 д.а.).
2. Ефективність управління в процесі реформування: макро- та мікроекономічні аспекти : Колективна монографія [І.Ф. Радіонова, Є.В. Алімпієв, О.П. Тищенко та ін.]. – К.: ВНЗ „Університет економіки та права “КРОК”, 2012. – 364 с. (26,6 д.а., особисто автору – 1,2 д.а., п. 1.1. Трансмісійний підхід у державному регулюванні фінансово-монетарної сфери).
3. Радіонова І.Ф. Макроекономіка-2 : навч. посіб. / І.Ф. Радіонова , Т.В. Бурлай, Є.В. Алімпієв. – К. : КНЕУ, 2009. – 423 с. (24,7 д.а., особисто автору – 2,5 д.а., п. 1.2.2. Модель торгового балансу  $Nx-(NS-I)$ ; п. 1.2.3. Ітераційний (покроковий) рух до загальної рівноваги. Модель Свона; п. 3.1. Економічні коливання. Теорія реального бізнесового циклу та модель Прескотта-Кідленда).
4. Алімпієв Є.В. Національна економіка (конспект лекцій у схемах, графіках, таблицях): Навчально-методичний посібник. – К.: Університет економіки та права “КРОК”. – 2008. – 95 с. (3,6 д.а.).

### *Статті у наукових фахових виданнях:*

5. Алімпієв Є.В. Вдосконалення системи моніторингу інфляції в Україні / Є.В. Алімпієв // Вчені записки Університету “КРОК”. Серія “Економіка”. – К., 2007. – Вип. 16. – С. 4–11. (0,6 д.а.).
6. Алімпієв Є.В. Інноваційна політика в Україні: суперечності та шляхи їх подолання / Є.В. Алімпієв // Вісник НУ “Львівська політехніка”. – Л., 2007. – № 579. – С. 3–7. (0,5 д.а.).
7. Радіонова І.Ф. “Не-кейнсіанський” підхід до економічної стабілізації з використанням фінансових інструментів / І.Ф. Радіонова, Є.В. Алімпієв // Фінанси України. – К., 2009. – № 4(161). – С. 42–52. (0,7 д.а., особисто автору – 0,3 д.а., доведено наявність “не-кейнсіанських” ефектів у фінансовому регулюванні).
8. Алімпієв Є.В. Фінансова й монетарні трансмісії в економіці України / Є.В. Алімпієв // Фінанси України. – К., 2010. – № 5 (173). – С. 23–30. (0,6 д.а.).
9. Алімпієв Є.В. Фінансова трансмісія у дослідженні фінансової політики в Україні / Є.В. Алімпієв // Вчені записки Університету “КРОК”. Серія “Економіка”. – К., 2010. – Вип. 23. – С. 66–73. (0,6 д.а.).

10. Алімпієв Є.В. Моделювання фінансово-монетарної трансмісії в економіці України / Є.В. Алімпієв // Економіка і прогнозування. – К., 2010. – № 4. – С. 126–140. (0,8 д.а.).
11. Алімпієв Є.В. Інфляційний канал монетарної трансмісії в Україні / Є.В. Алімпієв // Вчені записки Університету “КРОК”. Серія “Економіка”. – К., 2010. – Вип. 24. – С. 4–10. (0,5 д.а.).
12. Алімпієв Є.В. Інфляційне таргетування за умови асиметрії загального рівня цін / Є.В. Алімпієв // Фінанси України. – К., 2010. – № 10 (179). – С. 21–28. (0,5 д.а.).
13. Радіонова І.Ф. Теорія взаємодії економічних політик за умов макроекономічної нестабільності / І.Ф. Радіонова, Є.В. Алімпієв // Економічна теорія. – К., 2011. – № 4. – С. 32–44 (0,8 д.а., особисто автору – 0,4 д.а., виявлення та оцінка нетипових реакцій на шоки у фінансово-монетарної трансмісії).
14. Алімпієв Є.В. Інституційна довіра як чинник ефективності фінансово-монетарної трансмісії в післякризовій економіці / Є.В. Алімпієв // Галицький економічний вісник. – Тернопіль, 2012. – № 4 (37). – С. 96–103. (0,7 д.а.).
15. Алімпієв Є.В. Фінансово-монетарна трансмісія у державному регулюванні / Є.В. Алімпієв // Вчені записки Університету “КРОК”. Серія “Економіка”. – К., 2012. – Вип. 32. – С. 134–139. (0,5 д.а.).
16. Алімпієв Є.В. Механізм реалізації трансмісійного каналу цін активів в українській економіці / Є.В. Алімпієв // Економічна теорія. – К., 2013. – № 1. – С. 71–77. (0,6 д.а.).
17. Алімпієв Є.В. Передавальний механізм кредитного каналу в економіках, що розвиваються / Є.В. Алімпієв // Зовнішня торгівля: економіка, фінанси, право. Науковий журнал. – К., 2013. – № 3 (68). – С. 252–257. (0,6 д.а.).
18. Алімпієв Є.В. Розрахунок ВВП та моделювання фінансово-монетарної трансмісії [Електронний ресурс] / Є.В. Алімпієв // Ефективна економіка. – 2013. – № 7. – Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua>. (0,6 д.а.).
19. Алімпієв Є.В. Класифікація передавальних каналів фінансово-монетарної трансмісії [Електронний ресурс] / Є.В. Алімпієв // Ефективна економіка. – 2013. – № 8. – Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua>. (0,5 д.а.).
20. Алімпієв Є.В. Нормативно-правове забезпечення фінансово-монетарної взаємодії у регулюванні економіки [Електронний ресурс] / Є.В. Алімпієв // Ефективна економіка. – 2014. – № 3. – Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua>. (0,6 д.а.).
21. Алімпієв Є.В. Методика передмодельного аналізу у VAR-моделях фінансово-монетарної трансмісії [Електронний ресурс] / Є.В. Алімпієв // Ефективна економіка. – 2014. – № 4. – Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua>. (0,5 д.а.).
22. Алімпієв Є.В. Динамізована модель фінансово-монетарного регулювання економіки [Електронний ресурс] / Є.В. Алімпієв // Ефективна економіка. – 2014. – № 5. – Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua>. (0,5 д.а.).
23. Алімпієв Є.В. Моніторинг фінансового трансмісійного механізму в економіці України / Є.В. Алімпієв // Вісник Черкаського університету. Науковий журнал. Серія: економічні науки. – Ч., 2014. – № 33 (326). – С. 3–9. (0,5 д.а.).

**Статті у зарубіжних виданнях та наукових фахових виданнях України, що входять до міжнародних наукометричних баз:**

24. Алімпієв Є.В. Синхронізація каналів фінансово-монетарної трансмісії в Україні / Є.В. Алімпієв // Економічний часопис-XXI (GESIS Knowledge Base on Social Sciences (Німеччина). – К., 2010. – № 11–12. – С. 46–50. (0,6 д.а.).

25. Алімпієв Є.В. Курсовий канал фінансово-монетарної трансмісії в Україні / Є.В. Алімпієв // Актуальні проблеми економіки (Thomson Reuters Scientific; SciVerseScopus; Index Copernicus; Ulrich's Periodical Directory; EBSCOhost). – К., 2013. – № 1(139). – С. 123–132. (0,7 д.а.).

26. Алімпієв Є.В. Фінансово-монетарне регулювання економіки через канал цін фінансових активів / Є.В. Алімпієв // Економічний часопис-XXI (Index Copernicus; Ulrich's Periodical Directory; EBSCOhost; C.E.E.O.L.; GESIS Knowledge Base on Social Sciences). – К., 2013. – № 1–2(1). – С. 16–19. (0,6 д.а.).

27. Алимпиев Е.В. Влияние финансово-монетарной трансмисии на формирование макроэкономического равновесия / Е.В. Алимпиев // Ученые записки Академии экономики и права. – Республика Казахстан, Алматы, 2013. – №1 (24). – С. 96–102. (0,5 д.а.).

28. Алімпієв Є.В. Податковий канал фінансово-монетарної трансмісії в економіці України / Є.В. Алімпієв // Економічний часопис-XXI (SciVerseScopus; Index Copernicus; Ulrich's Periodical Directory; EBSCOhost; C.E.E.O.L.; GESIS Knowledge Base on Social Sciences; РИНЦ). – К., 2013. – № 5–6(2). – С. 24–26. (0,5 д.а.).

29. Alimpiiev E. Financial regulation of economy through channels of budget deficit and public debt / E. Alimpiiev // Социальная экономика. Актуальные проблемы XXI века. Международный реферируемый и рецензируемый журнал факультета бизнес-инжиниринга Грузинского технического университета, Нового Тбилисского университета и Ахалцихского государственного учебного университета. – 2013. – № 6. – С. 160–166. (0,6 д.а.).

**В інших виданнях:**

30. Алімпієв Є.В. Суперечності державної інноваційної політики в Україні та їх вирішення / Є.В. Алімпієв // Збірник тез доповідей до Міжнародної науково-практичної конференції “Управління інноваційним процесом в Україні: проблеми, перспективи, ризики. НУ “Львівська політехніка”. – Л., 2006. – С. 21–22. (0,1 д.а.).

31. Алімпієв Є.В. Застосування моделей взаємодії фінансової та грошової політик у перехідних економіках післякризового періоду / Є.В. Алімпієв // Збірник тез доповідей до Міжнародної науково-практичної конференції “Теорія та практика державного управління в умовах євроінтеграції”. – Луцьк, 2006. – С. 235–236. (0,1 д.а.).

32. Алімпієв Є.В. Проблеми застосування системи показників інфляції в Україні / Є.В. Алімпієв // Матеріали науково-практичної конференції “Проблеми управління у сфері підприємництва”. – К., Університет економіки та права “КРОК”, 2007. – С. 8–11. (0,3 д.а.).



33. Алімпієв Є.В. Випереджаючий механізм фінансової трансмісії в економіці України / Є.В. Алімпієв // Формування ринкової економіки: зб. наук. праць. – Спец. вип. Державне антикризове управління національною економікою: світовий досвід та проблеми в Україні. – К. : КНЕУ, 2010. – С. 294–296. (0,2 д.а.).

34. Алимпиев Е.В. Финансово-монетарная трансмиссия в экономике Украины / Є.В. Алімпієв // Системное моделирование социально-экономических процессов: Труды 33-ей международной научной школы-семинара, Звенигород, Московская обл., 1–5 октября 2010 г. / под ред. д-ра экон. наук В.Г. Гребенникова, канд. экон. наук И.Н. Щепиной, канд. экон. наук В.Н. Эйтингона – Воронеж : Издательско-полиграфический центр Воронежского государственного университета, 2010. – С. 31–33. (0,1 д.а.).

35. Алімпієв Є.В. Національна економіка: Комплекс навчально-методичного забезпечення дисципліни / Є.В. Алімпієв. – К.: Університет економіки та права “КРОК”, 2013. – 78 с. (3,2 д.а.).

36. Алімпієв Є.В. Фінансово-монетарні інструменти формування макроекономічної рівноваги: приклад України / Є.В. Алімпієв // Міжнародна наукова конференція “Розвиток вищого утворення, демократичного суспільства й ринкової економіки в європейському контексті. – Університет „PERSPECTIVA-INT”, Кишиневу, Молдова, 25–26 Квітня 2013. – Т. 4. – С. 165–170. (0,4 д.а.).

37. Алімпієв Є.В. Методологические проблемы моделирования финансово-монетарной трансмиссии в Украине / Є.В. Алімпієв // Proceedings. Vol. 1 / 3rd International Conference “Law, Economy and Management in Modern Ambience”, LEMiMA 2013, Belgrade, Serbia. – С. 129–136. (0,5 д.а.).

38. Алімпієв Є.В. Координація заходів державного регулювання фінансово-монетарної сфери в економіці України / Є.В. Алімпієв // Інноваційні виміри розвитку світової економіки. Матеріали круглого столу. – К.: КНУ, 28 березня 2014. – С. 13–14. (0,1 д.а.).

## АНОТАЦІЯ

**Алімпієв Є.В. Державне регулювання фінансово-монетарної трансмісії в українській економіці.** – Рукопис.

Дисертація на здобуття наукового ступеня доктора економічних наук за спеціальністю 08.00.03 – Економіка та управління національним господарством. – ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана», Київ, 2015.

Дисертаційну роботу присвячено дослідженню теоретико-методологічних і прикладних проблем державного регулювання фінансово-монетарної трансмісії (на прикладі економіки України).

Висвітлено роль фінансово-монетарного трансмісійного механізму в сучасній теорії макроекономічної політики та практиці державного регулювання економіки.

Досліджено функціонування фінансово-монетарного трансмісійного механізму як системи передавальних каналів, якими регулюючі імпульси поширюються в економіку. Розкрито перспективи державного регулювання фінансово-монетарного трансмісійного механізму із зосередженням на перевагах

змішаної фінансово-монетарної трансмісії в умовах макроекономічної нестабільності, вимогах до одночасного використання фінансових і монетарних імпульсів впливу, необхідності впровадження обмежуючих правил у практику фінансово-монетарного регулювання.

Ключові слова: державне регулювання, фінансово-монетарний трансмісійний механізм, фінансові та монетарні канали трансмісії, регулюючий імпульс, правила фінансово-монетарного регулювання.

## АННОТАЦИЯ

**Алимпиев Е.В. Государственное регулирование финансово-монетарной трансмиссии в украинской экономике. – Рукопись.**

Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук по специальности 08.00.03 – Экономика и управление национальным хозяйством. – ГВУЗ «Киевский национальный экономический университет имени Вадима Гетьмана», Киев, 2015.

Диссертационная работа посвящена исследованию теоретико-методологических и прикладных проблем государственного регулирования финансово-монетарной трансмиссии на примере экономики Украины.

Установлена роль финансово-монетарного трансмиссионного механизма в современной теории макроекономической политики и практике государственного регулирования, систематизированы существующие знания о возможностях финансово-монетарного влияния на макроекономические процессы с целью поддержания в экономике равновесных макроекономических пропорций и сбалансированного роста.

Исследовано действие финансово-монетарного трансмиссионного механизма как системы передающих каналов, которыми регулирующие импульсы распространяются в экономику. Раскрыты перспективы государственного регулирования финансово-монетарного трансмиссионного механизма с сосредоточением на преимуществах смешанной финансово-монетарной трансмиссии в условиях макроекономической нестабильности, требованиях к одновременному использованию финансовых и монетарных импульсов влияния, необходимости внедрения ограничивающих правил в практику финансово-монетарного регулирования.

Доказано, что макроекономическое, структурное, институциональное устройство национальной экономики и изменения, происходящие в последнее время, требуют пересмотра основных подходов, теоретических основ, методологической базы, методов и инструментов в регулировании финансово-монетарной сферы.

В условиях экономической нестабильности и неустойчивости финансово-монетарной сферы соблюдение правил финансово-монетарного регулирования призвано сделать более предсказуемыми результаты государственного влияния на целевые макроекономические параметры с контролируемым распространением стимулирующего импульса; влиянием импульса на промежуточные звенья

передаточного механизма с учетом возможных побочных эффектов стимулирующих мероприятий, вторичных и/или обратных эффектов финансово-монетарных мер регулирования.

На основе анализа финансовых трансмиссионных каналов, а именно: канала налоговых поступлений, канала расходов бюджета, каналов дефицита и долга в экономике Украины – выявлены наиболее действенные каналы трансмиссии, специфика распространения регулирующих импульсов в пределах одного канала и перекрестной трансмиссии, деформированные звенья передаточного механизма, которые приводят к непрогнозируемым результатам регулирования. Установлено, что учет таких деформаций и фактических последствий трансмиссионного влияния дает возможность предложить систему компенсационных мероприятий с использованием преимуществ финансово-монетарного взаимодействия.

Проведено исследование монетарной составляющей трансмиссионного механизма в украинской экономике и установлены основные каналы монетарного регулирования – процентного, кредитного, курсового каналов и отдельных составляющих канала цен активов. При этом установлено, что значимость и необходимость выделения отдельных монетарных каналов в экономиках стран, находящихся на разных этапах экономического развития, определяется историческими, социально-экономическими, институциональными условиями, особенностями денежно-кредитной системы, спецификой общеэкономической и монетарной политики правительства, условиями взаимодействия финансовых и монетарных органов управления.

Выявлена роль ожиданий экономических субъектов как отдельного фактора в составе финансовых и монетарных каналов трансмиссионного механизма, способного влиять на макроэкономическое равновесие, что в большей мере проявляется в условиях макроэкономической нестабильности. Раскрыты причины деформирования финансово-монетарного передаточного механизма, которое может происходить под влиянием изменений в склонностях экономических субъектов и изменений их ожиданий.

Определены возможности согласования двух направлений в теории взаимодействия экономических политик – правил взаимодействия при условиях общего макроэкономического равновесия, с одной стороны, и условий эффективного взаимодействия при условиях неравновесия и нестабильности, с другой стороны.

Предложены пути усовершенствования нормативно-правового обеспечения государственного регулирования финансово-монетарной сферы в части имплементации в нормативно-правовую базу финансовых институтов государства соответствующих правил, с целью создания правовой среды как основы для согласованных, прозрачных и предвиденных действий субъектов финансово-монетарного регулирования в формировании и реализации экономической политики государства.

Получены результаты эконометрического исследования, позволившие выявить недостатки в практике финансово-монетарного регулирования трансмиссионного механизма, специфику функционирования отдельных

финансовых и монетарных каналов трансмиссии, а также нереализованный потенциал финансовых каналов трансмиссионного механизма, что дало возможность сформировать комплекс предложений касательно практики финансово-монетарного регулирования в экономике Украины.

Ключевые слова: государственное регулирование, финансово-монетарный трансмиссионный механизм, финансовые и монетарные каналы трансмиссии, регулирующий импульс, правила финансово-монетарного регулирования.

#### ANNOTATION

**Alimpiiev E.V. Government regulation of financial and monetary transmission in the Ukrainian economy.** – Manuscript.

Dissertation for the degree of doctor of economic sciences, specialty 08.00.03 – Economics and management of national economy. – SHEE "Kyiv National Economic University named after Vadym Hetman", Kyiv, 2015.

The thesis is devoted to theoretical, methodological and practical problems of government regulation of financial and monetary transmission (case of Ukraine).

The role of financial and monetary transmission mechanism in the modern theory of macroeconomic policy and in the practice of government regulation of national economy is highlighted.

The thesis reveals the functioning of financial and monetary transmission mechanism, that is a system of transmission channels, by which the regulating impulses spread in the economy. The perspectives of government regulation of financial and monetary transmission mechanism are determined; the focus is made on the benefits of mixed financial and monetary transmission in terms of macroeconomic instability, simultaneous use of financial and monetary impulses, need of implementation of restrictive rules in the practice of financial and monetary regulation.

Keywords: government regulation, financial and monetary transmission mechanism, financial and monetary transmission channels, regulation impulse, rules of financial and monetary regulation.





Підписано до друку 5.02.2015 р. Формат 60×84/16.  
Папір офсетний. Гарнітура Times New Roman. Друк офсетний.  
Ум. друк. арк. 2,09. Тираж 100 пр. Зам. № 600.

Видавництво «Аксиома»,  
пров. Північний, 5, м. Кам'янець-Подільський, 32300.  
Тел./факс: (03849) 3-90-06. E-mail: aksiomakr@rambler.ru.  
Надруковано у видавництві «Аксиома».  
Свідоцтво суб'єкта видавничої справи  
ДК № 1808 від 26.05.2004.

