

## ОСОБЛИВОСТІ ГРОШОВО-КРЕДИТНОЇ ПОЛІТИКИ У КРАЇНАХ З ПЕРЕХІДНОЮ ЕКОНОМІКОЮ НА ПРИКЛАДІ УКРАЇНИ

*У статті аналізуються особливості грошово-кредитної політики в країнах з перехідною економікою. Зроблено спробу виявити та врахувати дестабілізуючі чинники. Пропонується один з можливих підходів до розуміння монетарних процесів у країнах з перехідною економікою, а саме, модель на основі модифікованого аналізу кривих Філіпса.*

**Актуальність проблеми.** Грошово-кредитна політика у будь-якій країні впливає на економічну діяльність та добробут населення. Рівень цін та реальний випуск продукції є предметом пильної уваги органів грошово-кредитного регулювання. Значні темпи інфляції (а іноді й гіперінфляція), спад у виробництві та високий рівень безробіття, що мали місце у ряді країн з перехідною економікою, спричинили перегляд цілей грошово-кредитної політики та значущості інструментів, які використовуються. Це є предметом досліджень у працях О. Василика [1], А. Гальчинського [2], В. Гейца [3], А. Гриценка [4, 5], Т. Кричевської [6, 7], І. Лютого [8] та багатьох інших.

**Наукова новизна.** Перехідний період є новим як для країн, що безпосередньо його переживають, так і для країн, які намагаються їм допомогти (зазвичай це країни з розвинутою економікою), міжнародних фінансових організацій. Десятиріччя перехідного періоду засвідчило, що неокласична економічна теорія, моделі та політика, ефективні для країн з розвинутою економікою, не завжди придатні для прямого застосування у країнах з перехідною економікою. Викривлення та диспропорції в економіці, успадковані від адміністративно-планової системи господарювання, відсутність концептуальної теорії «переходу», адміністративна слабкість влади часто є причиною непередбачуваних з точки зору класичної парадигми та суперечливих ситуацій. Стає зрозумілим, що в грошово-кредитній сфері країн з перехідною економікою діє ряд чинників, які не враховувалися на початку реформ. Ця стаття висвітлює один з можливих підходів до аналізу та оцінки процесів монетарної сфери у країнах з перехідною економікою, де має місце широкомасштабне використання негрошових засобів платежу та заміщення національної валюти.

### 1. Дестабілізуючий вплив демонетизації, доларизації та тінізації економіки

Ефективна грошово-кредитна політика можлива за умов існування розвинутої фінансової та банківської систем, стабільної національної грошової одиниці, високого ступеня довіри населення до заходів уряду, політики органів грошово-кредитного регулювання тощо. Іншими словами, повинна існувати розвинена інституційна база. В країнах з перехідною економікою відбувається формування такої бази, однак недостатньо швидкими темпами, оскільки структурні зміни, розбудова інституцій та становлення конкурентоспроможних ринків є тривалим процесом. Як наслідок, здійснення грошово-кредитної політики у цей період ускладнюється браком ефективних інструментів та недостатньо розвиненими фінансовими ринками. Крім того, сам процес грошової трансмісії в таких країнах перебуває під впливом ряду дестабілізуючих чинників. Розглянемо їх.

**Демонетизація.** Щоб здійснення грошово-кредитної політики було повноцінним, у країні має існувати ефективний грошовий ринок. Як відомо, попит на гроші визначається трьома основними їх функціями: як засобу обміну, заощаджень та міри вартості. Однак у країнах з перехідною економікою гроші часто не є основним засобом платежу у щоденних операціях. В умовах, коли банківська система неефективно виконує функції фінансового посередника, а грошові ринки недорозвинені, економічні суб'єкти змушені вдаватися до інших видів розрахунків. Набувають поширення бартерні операції, зростають кредиторська та дебіторська заборгованість підприємств, взаєморозрахунки здійснюються з використанням різноманітних грошових сурогатів, – їх використання призводить до значних вад в економіці країни: підвищуються трансакційні витрати,

знижується прозорість у розрахунках, зростає тіньова економіка. Підривається контроль органів грошово-кредитного регулювання (центрального банку) над монетарними та інфляційними процесами в країні.

**Доларизація та тіньовий оборот.** Високі темпи інфляції та/чи швидка девальвація національних грошових одиниць, які мали місце майже в усіх країнах з перехідною економікою, підірвали основні функції грошей та спричинили доларизацію економіки - заміну національної грошової одиниці більш стабільною валютою. Використання іноземної валюти як засобу платежу, заощаджень тощо значно послаблювало можливості здійснення грошово-кредитної політики, оскільки практично неможливо визначити точні обсяги операцій з іноземною валютою внаслідок їх непрозорості та нелегітимності (такі операції заборонені законодавством). Отже, певна частина грошової пропозиції перебуває поза контролем органів грошово-кредитного регулювання. Тіньова економіка також створює труднощі у здійсненні грошово-кредитної політики. По-перше, вона значною мірою пов'язана з доларизацією. По-друге, на основі даних офіційної статистики неможливо точно визначити частку валового внутрішнього продукту, що виробляється тіньовою економікою. Це погіршує кількісний аналіз середовища і спотворює вихідні дані для визначення основних напрямів грошово-кредитної політики.

У перехідний період уряд стикається з багатьма труднощами, пов'язаними з виконанням основних функцій [9]: координація діяльності суб'єктів господарювання; власника та розпорядника активами і майном, що перебуває у державній власності; засновника старих інститутів та їх трансформації; захисника населення від труднощів перехідного періоду. Виконання цих функцій вимагає значних витрат з бюджету країни. В той самий час через падіння ВВП, великий податковий тягар, значні обсяги зовнішнього боргу (в Україні станом на 31 грудня 2002р. - близько 10,2 млрд дол. США<sup>1</sup>), неефективні та недостатньо розвинені грошовий та фінансовий ринки, обмежені можливості виходу на ринок внутрішніх державних позик, джерела фінансування були досить обмежені. Тому формування грошово-кредитної політики відбувалося під значним політичним тиском, а не під впливом економічних потреб.

З огляду на сказане стає зрозумілим, що традиційні для розвинених країн монетарні теорії

та моделі мають істотні обмеження у застосуванні в країнах з перехідною економікою і часто виявляються недостатньо ефективними.

## 2. Цілі та передавальний механізм грошово-кредитної політики

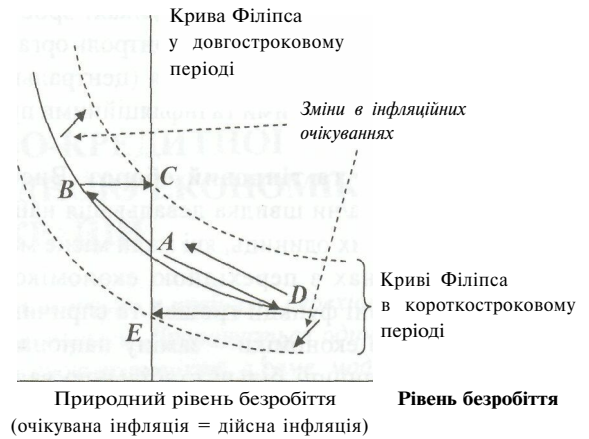
### *Країни з розвинутою економікою*

За кількісною теорією грошей та рівнянням обміну Фішера, головною причиною зростання цін є збільшення пропозиції грошей в економіці. Математично це зображується так:  $M \cdot V = P \cdot Y$ . Рівняння пов'язує пропозицію грошей, ціни та реальний доход відповідно. Спочатку це рівняння вважали тотожністю, оскільки було зроблено припущення про незмінну швидкість обігу грошей ( $V = P \cdot Y / M$ ) в економіці. За цієї умови контроль за інфляційними процесами, а отже, й за номінальним доходом шляхом управління пропозицією грошей не є проблемою для органів грошово-кредитного регулювання. Подібна стратегія, що називається монетарним таргетуванням, була офіційною в грошово-кредитній політиці багатьох країн у 70-ті роки. Однак дедалі більша кількість досліджень, що ставили під сумнів припущення про сталу швидкість обігу грошей, труднощі з різними визначеннями грошей (що виникали у міру зростання фінансових інновацій) спростували думку про стабільність та передбачуваність взаємозв'язку між грошовими агрегатами та цільовими змінними (такими, як реальний обсяг виробництва, зайнятість, рівень цін), а також можливість ефективно управляти цільовими орієнтирами зростання грошової пропозиції.

Зазначені вище обмеження монетарного таргетування спричинили появу складніших монетарних теорій. Багато з них стверджують, що реальний попит на гроші є функціонально похідним від реального доходу та альтернативної вартості зберігання грошей. Згідно з цими теоріями реальний доход та процентні ставки відповідно позитивно та негативно пов'язані з реальним попитом на гроші. Теорія, що відображає кейнсіанський підхід до вивчення попиту на гроші, відкидає припущення про незмінну швидкість обертання грошей та стверджує, що між останньою та процентними ставками існує позитивна залежність.

Таким чином, у моделях з використанням грошового мультиплікатора на пропозицію грошей

впливає поведінка трьох різних груп економічних суб'єктів: органів грошово-кредитного регулювання, банківської системи та населення<sup>1</sup>. В результаті неефективного контролю з боку центрального банку за грошовою масою та значних лагів у впливі грошово-кредитної політики на економіку (що не відповідало основним критеріям вибору цільових змінних - контрольованість та передбачуваний вплив на цілі) на початку 80-х років більшість країн відмовилася від монетарного таргетування. Натомість як пріоритети грошово-кредитної політики центральні банки почали застосовувати таргетування валютного курсу та інфляції. Згідно з цими стратегіями цінова стабільність як мета грошово-кредитної політики обиралася, виходячи з таких міркувань. Якщо у країні не припиняються інфляційні процеси, пов'язана з ними невизначеність створює перешкоди інвестиціям та економічному зростанню. Інфляція накладає непрямий податок на економіку, заважає національній валюті ефективно виконувати свої функції, ціни «надсилають» викривлені сигнали економічним агентам, продуктивність використання ресурсів знижується. Рядом економічних досліджень доведено, що високий рівень інфляції негативно впливає на рівень економічного зростання. Однак цінова стабільність - це не єдина мета, якої хотіли б досягти органи грошово-кредитного регулювання. Серед інших можливих цілей - зниження рівня безробіття. Однак досягнення цих двох цілей водночас може бути проблематичним. Заходи, що мають на меті запобігти зростанню інфляції (жорстка грошово-кредитна політика), можуть призвести до зростання рівня безробіття в короткостроковому періоді. З іншого боку, м'яка політика, метою якої є зниження безробіття, може спричинити втрату контролю за інфляційними процесами в країні. Вивчення альтернативи «безробіття-інфляція» бере свій початок з класичного аналізу кривої Філіпса. Згідно з цим аналізом «зі зниженням рівня безробіття зростає рівень інфляції» [11] в короткостроковому періоді, і навпаки. У довгостроковому ж періоді такої альтернативи більше не існує. «Довгострокова крива Філіпса - вертикаль у точці природного рівня безробіття» [12], а отже, зростання інфляції більше не асоціюється зі зниженням безробіття.

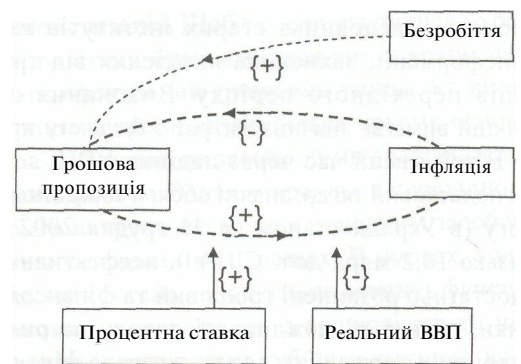


**Рис. 1. Короткострокові та довгострокові криві Філіпса \***

\* За А. С. Stockman, 1996. «У короткостроковій кривій Філіпса очікувана інфляція є незмінною ... у той самий час зміни в інфляційних очікуваннях не впливають на довгострокову криву Філіпса» [4]. Точки *A, B, C* показують: якщо почати з точки довгострокової рівноваги, несподіване та тривале «збільшення темпів зростання грошової пропозиції призводить до зростання інфляції, а зниження безробіття буде лише тимчасовим». І навпаки, «тривале зниження темпів зростання грошової пропозиції приводить до зниження інфляції, а зростання безробіття буде лише тимчасовим» - точки *A, D, E*. Однак дисінфляційна політика, щоб бути ефективною, передбачає кілька умов: немає інерції в інфляційних очікуваннях, заробітна плата є гнучкою, а впроваджувана політика користується довірою. Якщо ж ці умови не виконуються, зміни в інфляційних очікуваннях можуть не відбутися, і тоді ми повертаємося до початкового стану (з точки *A* в точку *D*, і назад до точки *A*).

Графічно короткострокові та довгострокові криві Філіпса зображено на рис. 1.

Здійснення грошово-кредитної політики у країнах з розвинутою економікою та її передавальний механізм схематично показано на рис. 2.



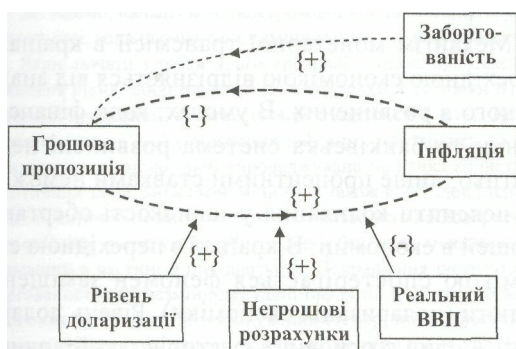
**Рис. 2. Цілі грошово-кредитної політики та передавальний механізм у країнах з розвинутою економікою**

<sup>1</sup> Грошовий мультиплікатор у його загальному вигляді визначається як  $m = (c + 1) / (c + r_d + r)$ , де  $c$  - відношення готівки до депозитів до запитання,  $r_d, r$  - відповідно відношення обов'язкових резервів та надлишкових резервів до депозитів до запитання [10]. Як видно з цього рівняння, органи грошово-кредитного регулювання встановлюють вимоги щодо обов'язкових резервів, комерційні банки управляють надлишковими резервами, а населення приймає рішення щодо суми своїх заощаджень.

Як вже зазначалося вище, цілі цінової стабільності та зниження рівня безробіття відображаються у жорсткій та м'якій політиках відповідно. На схемі їх зображено від'ємним та додатним знаками стрілок, що рухаються від відповідних цілей до грошової маси. У нижній частині схеми показано передавальний механізм впливу зміни грошової пропозиції на рівень інфляції. Ряд досліджень відзначають позитивну залежність між зростанням грошової пропозиції та інфляції. Вплив збільшення пропозиції грошей на інфляцію може бути меншим, якщо експансіоністська грошово-кредитна політика відбувається відповідно до зростання економічної активності у країні (яку можна приблизно оцінити зростанням реального ВВП). У цьому випадку збільшується також попит на гроші, а отже зростання цін буде меншим за інших рівних умов. З іншого боку, зростання грошової маси може призвести до збільшення процентних ставок. Зростання процентних ставок стимулюватиме населення зменшувати свої грошові заощадження (оскільки зростає альтернативна вартість грошей), а отже швидкість обертання грошей збільшиться (а попит на гроші зменшиться). Таким чином, збільшення швидкості обертання грошей підсилить вплив грошової пропозиції на ціни. На рисунку це позначено стрілками з від'ємним знаком для реального ВВП та додатним - для процентних ставок.

*Країни з перехідною економікою*

Модель здійснення грошово-кредитної політики для країн з перехідною економікою дещо інша. Одну з можливих модифікацій зображено на рис. 3. Основна відмінність даної моделі від попередньої полягає в цільових змінних. Якщо у країнах з ринковою економікою ВВП та рівень безробіття перебувають під пильною увагою, то у країнах з перехідною економікою необхідність



**Рис. 3. Цілі грошово-кредитної політики та передавальний механізм у країнах з перехідною економікою**

ліквідації системних залишків та викривлень економіки, а також сам процес трансформації ставлять дещо інші завдання. З одного боку, уряду потрібно запроваджувати нові ринки, економічні, соціальні та політичні інституції, а з іншого,- він повинен підтримувати принаймні мінімальний рівень соціального забезпечення, щоб захистити населення від труднощів, пов'язаних з перехідним періодом. Однак, зважаючи на обмежені бюджетні ресурси, успішно виконувати такі завдання досить непросто.

Однією з нагальних проблем, з якою стикалися (іноді стикаються й тепер) країни з перехідною економікою, було накопичення заборгованості в соціальному секторі. Наприклад, в Україні заборгованість по заробітній платі, пенсіях та інших соціальних платежах протягом 3,5 років зросла в 14 разів<sup>1</sup>. Під тиском міжнародних організацій, а також з огляду на можливе соціальне напруження та чергові виборчі кампанії виплата цієї заборгованості стає однією з основних цілей в країнах з перехідною економікою. Однак дехто може заперечити, що вирішення проблеми безробіття також є нагальним у таких країнах. Хоч офіційна статистика може не відображати реальний рівень безробіття, кожен, хто більш-менш ознайомлений з економікою країни, усвідомлює, що існує так зване «приховане безробіття» (найпоширенішими формами якого є відправлення працівників у відпустки за власний рахунок, часткова зайнятість тощо). І все ж твердження, що безробіття не є однією з нагальних цілей грошово-кредитної політики в цей період, ґрунтується на таких міркуваннях. По-перше, в країнах з перехідною економікою досягнення рівня повної зайнятості неможливе лише монетарними заходами. Це, мабуть, питання швидкості та напрямку реформ, що проводяться в країні. По-друге, заборгованість із заробітної плати також можна розглядати як приховану форму безробіття (люди працюють, однак їхня робота не оплачується або оплачується зі значним запізненням). Отже, заміна цілі зі зниження безробіття на виплату соціальної заборгованості, на нашу думку, є виправданою.

Що ж стосується інфляції, то контроль за нею залишається однією з основних цілей грошово-кредитної політики. Деякі з країн перехідної економіки пережили період гіперінфляції та усвідомили втрати економіки від неї (зниження реального ВВП, значні розбіжності між відносними цінами та реальною заробітною платою, зростання майнової нерівності серед населення та викривлень

<sup>1</sup> За період з 1 січня 1996 р. по 1 березня 1999 року.

Таблиця. Середній щорічний рівень інфляції, %

Країни перехідної економіки	1999	2000 *
Білорусь	293,7	156,0
Киргизька Республіка	35,7	22,7
Молдова	39,3	28,5
Румунія	45,8	40,2
Росія	85,9	18,6
Україна	22,7	25,9

\* Станом на вересень.

Джерело: World Economic Outlook (WEO), September 2000, IMF [13].

в економіці, що виникли в результаті перерозподілу ресурсів та багатства країни, тощо). І хоча в більшості країн гіперінфляція вже далеко позаду, цінова стабільність залишається першочерговою (див. таблицю).

Проте, як у випадку цілей «інфляція-зайнятість» для розвинених країн, так і цілі «виплата заборгованості - цінова стабільність» у країнах з перехідною економікою можуть бути несумісними (недосяжними одночасно). Оскільки бюджетні та внутрішні фінансові ресурси в багатьох країнах досить обмежені, досягнення першої цілі зазвичай асоціюється зі зростанням рівня інфляції (грошово-кредитна політика підпорядковується вимогам уряду фінансувати власні програми, що призводить до зростання грошової пропозиції). З іншого боку, усвідомлюючи необхідність утримання інфляції в «розумних межах», уряд може здійснювати жорстку грошово-кредитну політику. Щоб задовольнити свої фінансові потреби за умови жорсткого контролю за процесом грошової пропозиції, в уряді є кілька можливостей: зниження урядових витрат; жорстка фіскальна політика на мікрорівні; значні запозичення як на внутрішньому, так і на зовнішніх ринках. Перша з них реалізується нечасто. Друга виглядає дещо проблематично з огляду на значний податковий тягар, від якого потерпає більшість країн з перехідною економікою, великі розміри тіньової економіки та масове ухиляння від сплати податків. Третя може бути значно обмеженою (як, наприклад, це сталося в Україні наприкінці 1999 - на початку 2000 р., коли країна була не в змозі обслуговувати та виплачувати зовнішній борг, а внутрішній ринок державних облігацій перебував у колапсі). Отже, перерозподіл ресурсів, щоб досягти однієї мети, скажімо утримати помірну інфляцію, може призвести до недофінансування іншої — і вести до накопичення заборгованості із заробітної плати, пенсій тощо. «Замкнене коло» цілей гро-

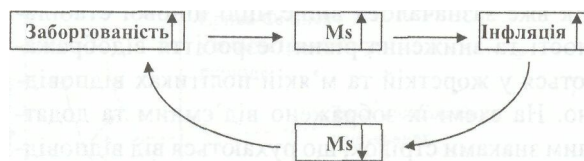


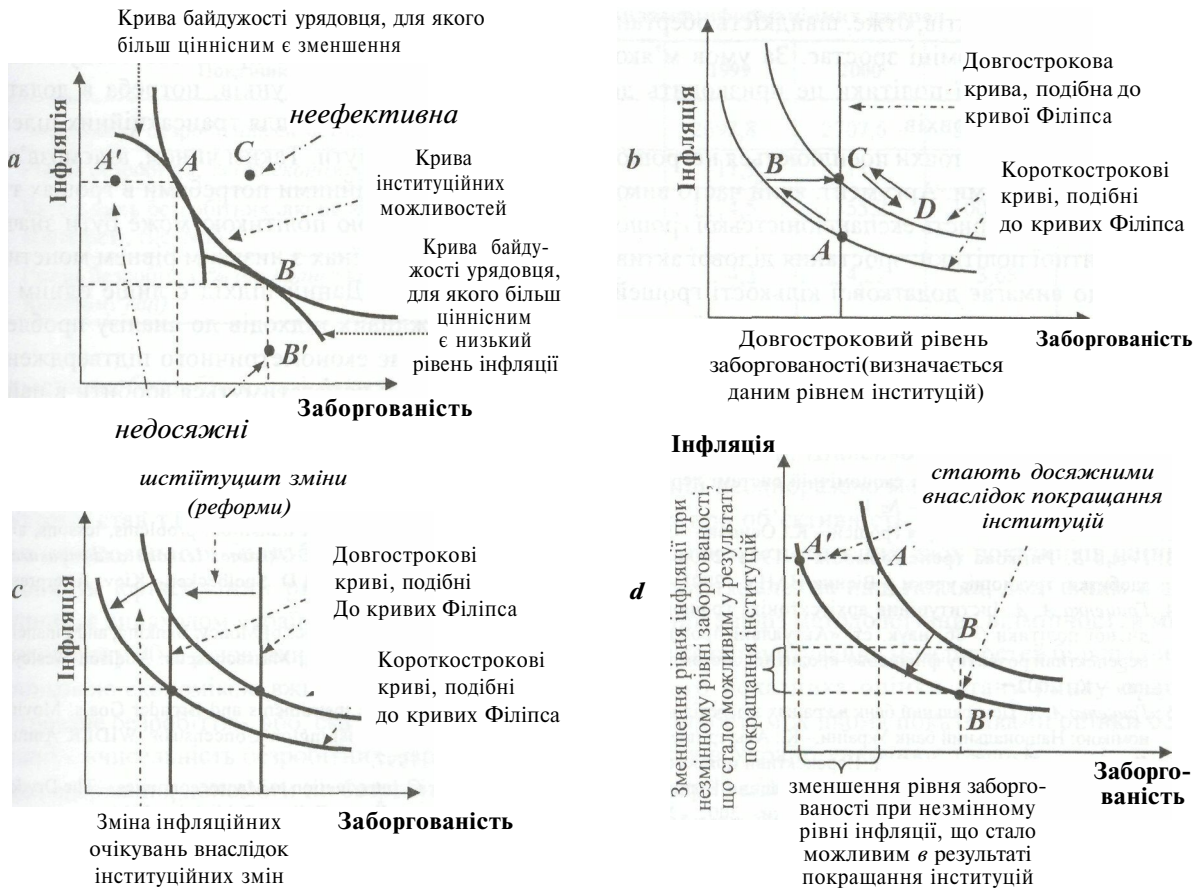
Рис. 4. «Замкнене коло» цілей грошово-кредитної політики

шово-кредитної політики схематично зображено на рис. 4.

Для розгляду проблеми можна застосувати згаданий вище аналіз за допомогою кривих Філіпса, хоча й у дещо модифікованому вигляді (див. рис. 5). Рішення про те, яка з цілей є першочерговою, залежить від уподобань урядовців та кривої інституційних можливостей (остання являє собою всі можливі комбінації цілей, яких може досягти економіка з огляду на даний рівень інституційного середовища). Криві байдужості мають «незвичний» для стандартного економічного аналізу вигляд (див. рис. 5, а). Причиною цього є те, що інфляція та заборгованість асоціюються з концепцією від'ємної корисності - чим більше вони споживаються, тим менша їхня корисність. Так само, як і при аналізі кривих Філіпса, існують короткострокові та довгострокові криві інституційних можливостей. Довгостроковий рівень заборгованості - це максимальний рівень заборгованості, якого може досягти економіка за умов даного інституційного середовища. Намагання досягти нижчого рівня заборгованості призведе до прискорення інфляції, а зниження рівня заборгованості буде лише тимчасовим (див. рис. 5, б). На рис. 5, с та d обґрунтовується, що покращання інституційного середовища дасть змогу економіці досягти нижчого рівня заборгованості за стабілізації динаміки грошової маси.

## Висновки

Механізм монетарної трансмісії в країнах з перехідною економікою відрізняється від аналогічного в розвинених. В умовах, коли фінансові ринки та банківська система розвинені недостатньо, лише процентними ставками неможливо пояснити коливання у швидкості обертання грошей в економіці. В країнах з перехідною економікою спостерігається феномен заміщення валюти (доларизація економіки). Рівень доларизації - один з основних факторів, який впливає на коливання в швидкості обертання грошей. Якщо рівень доларизації економіки високий, національна валюта стає непривабливою для



**Рис. 5. Вплив інституційних змін на здійснення грошово-кредитної політики в країнах перехідної економіки на прикладі кривих, подібних до довгострокових та короткострокових кривих Філіпса:**

а) Крива інституційних можливостей - це набір усіх можливих комбінацій двох цілей грошово-кредитної політики (наприклад, між рівнями інфляції та заборгованості) за наявного інституційного оточення. Увігнутість кривої означає, що при зниженні рівня заборгованості економіка країни несе втрати, пов'язані зі зростанням інфляції, і ці втрати зростають тим більше, чим більше знижується рівень заборгованості.

Якщо розглядати інфляцію та заборгованість як певні блага, то вони підпадають під визначення антиблаг (блага, що асоціюються з від'ємною корисністю: чим більше їх споживання, тим менша корисність). Криві байдужості - опуклі, оскільки, рухаючись вздовж кривих, обсяги, на які урядовець погоджується збільшити рівень заборгованості в обмін на зменшення рівня інфляції на одиницю, зменшуються.

Точки  $A'$  та  $B'$  є недосяжними за даного рівня інституцій (при рівні інфляції в точках  $A$  та  $A'$  найнижчий рівень заборгованості, якого економіка може досягнути, - точка  $A$ ), точка  $C$  є неефективною, оскільки за того самого рівня інфляції можна досягнути нижчого рівня заборгованості.

б) Крива інституційних можливостей (альтернатива між інфляцією та заборгованістю) в економічній теорії відповідає кривим Філіпса (альтернатива між інфляцією та безробіттям).

Як відомо, «аналіз короткострокової кривої Філіпса ґрунтується на припущенні про незмінні інфляційні очікування, криві зсуваються у разі, коли ці очікування змінюються, ..., і навпаки, зміни в інфляційних очікуваннях не зрушують довгострокову криву Філіпса» [4]. Якщо почати з точки довгострокової рівноваги, то експансіоністська грошово-кредитна політика приведе лише до тимчасового зниження рівня заборгованості (рух від точки  $A$  до точки  $B$ ). Коли інфляційні очікування пристосовуються до нового рівня зростання грошової пропозиції, відбувається рух від точки  $B$  до  $C$ . Дещо інакша ситуація з жорсткою грошово-кредитною політикою. Жорстка політика, метою якої є зниження інфляції, призводить до зростання заборгованості (точка  $D$ ). Для того, щоб змінилися інфляційні очікування, потрібно, щоб впроваджувана політика користувалася довірою. Однак, розуміючи, що виплата заборгованості - радше політичний захід, аніж економічний, а також внаслідок інертності змін у інфляційних очікуваннях, останні за умови незмінних інституцій практично не змінюються, що призводить до повернення до вихідної точки ( $A$ ).

в) Зміни інституційного оточення (що стає можливим внаслідок проведення реформ) дають змогу вийти з замкненого кола, описаного в частині  $B$  цієї діаграми. Покращання інституцій (зсув довгострокової кривої вліво) дозволяє досягти нижчих рівнів заборгованості при незмінному рівні інфляції. Короткострокова крива також зсувається вліво та вниз, оскільки поряд з інституціями змінюються й інфляційні очікування (тепер вплив зростання пропозиції грошей на інфляцію менший, оскільки зростає попит на національну валюту, спричинений зниженням рівня доларизації, зростанням ВВП, зменшенням тіньової економіки тощо).

д) Якщо повернутися до аналізу в частині  $a$  цієї діаграми, то внаслідок покращання інституцій зсувається крива інституційних можливостей, що робить точки  $A'$  та  $B'$  досяжними, а точки  $A$  та  $B$  неефективними.

Крім того, короткострокова крива стає більш похилою, оскільки покращання інституційного оточення дає змогу зменшити рівень заборгованості з меншими витратами з боку інфляції.

економічних суб'єктів, отже, швидкість обертання грошей в економіці зростає. За умов м'якої грошово-кредитної політики це призводить до інфляційних поштовхів.

Інфляційні поштовхи посилюються негрошовими розрахунками. Аргумент, який часто використовують на користь експансіоністської грошово-кредитної політики: зростання ділової активності, що вимагає додаткової кількості грошей, необхідних для підтримання зростаючої потреби економічних суб'єктів у засобах обміну, є виправданим. Якщо в цей період обмежити грошову пропозицію, це може призвести до «перегріву»

економіки, що неминуче спричинить спад. Однак, якщо в економіці широко застосовуються негрошові види розрахунків, потреба в додатковій кількості грошей для транзакційних цілей може й не виникнути. Таким чином, взаємозв'язок між транзакційними потребами в грошах та експансіоністською політикою може бути значно слабшим у країнах з низьким рівнем монетизації економіки. Даний підхід є лише одним з багатьох можливих підходів до аналізу проблеми. Він вимагає економетричного підтвердження, що автори й намагатимуться зробити в найближчому майбутньому.

1. *Василик О. Д.* Фінанси в економічній системі держави // Фінанси України.- 2000.- № 1.
2. *Гальчинський А. С.* Теорія грошей,- К.: Основи.- 1998.
3. *Гець В.* Ринкова трансформація в 1991-2000 роках: здобутки, труднощі, уроки // Вісник НАНУ- 2001.- № 2.
4. *Гриценко А. А.* Інституційна архітектура грошово-кредитної політики // 36. наук. ст. «Актуальні проблеми та перспективи розвитку фінансово-кредитної системи України»,- К., 2002.
5. *Гриценко А. А.* Центральний банк в країнах з перехідною економікою: Національний банк України.- К.: Альтер-прес, 2002.
6. *Кричевський Т. О., Лагутін В. Д.* Перспективи прямого таргетування інфляції в Україні // Науковий вісник Волинського державного університету ім. Лесі Українки.- 2002.- № 2.
7. *Кричевська Т. О.* Довіра до монетарної політики: вибір грошово-кредитної стратегії в Україні // Вісник НБУ- 2001.- № 11.
8. *Лютий І. О.* Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки: Монографія.- К.: Атіка, 2000.
9. *Szyrmer J. M.* Post-soviet transition: problems, lessons, and answers. In *Reforms for Ukraine: lessons and measures*, ed. by J. M. Szyrmer and D. Snelbeckr.- Kiev: Alterprcss, 2000.
10. *Mishkin F. S.* The Economics of Money, Banking, and Financial Markets.- 5\* cd. Reading, Massachusetts: Addison-Wesley.- 1998.
11. *Stiglitz J. E.* «More Instruments and Broader Goals: Moving Toward the Post-Washington Consensus». WIDER Annual Lectures 2- 1997.
12. *Stockman A. C.* Introduction to Macroeconomics.-The Dryden Press / Harcourt Brace College Publisher.- 1996.
13. *World Economic Outlook (WEO): International Monetary Fund*, September, 2000.

*O. Pogarska, J. Szyrmer*

## **DISTINCTIVE FEATURES OF MONETARY POLICY CONDUCT IN TRANSITION ECONOMIES: EXAMPLE OF UKRAINE**

*This article is devoted to distinctive features of economies in transition, which one should take into account while analyzing monetary processes. One possible approach toward understanding of monetary processes in transition economies, based on modified analysis of Philips curves, is suggested.*