

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ТЕРНОПІЛЬСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ ЕКОНОМІЧНИЙ УНІВЕРСИТЕТ
ФАКУЛЬТЕТ БАНКІВСЬКОГО БІЗНЕСУ
КАФЕДРА БАНКІВСЬКОЇ СПРАВИ**

ПІДЛІСНА (ВАРГА) Марина Василівна

**МОНЕТАРНА ПОЛІТИКА ДЕРЖАВИ ТА НАПРЯМИ ЇЇ
УДОСКОНАЛЕННЯ**

Спеціальність: 8.03050802 – Банківська справа
магістерська програма – Управління банківською справою

Дипломна робота за освітньо-кваліфікаційним рівнем «магістр»

Студентка групи ФБС_м – 21
М.В. Підлісна (Варга)

Науковий керівник:
к.е.н., доцент З.К. Сороківська

Дипломну роботу допущено
до захисту:

«___» _____ 201_ р.

Зав. кафедри банківської справи,
д.е.н., професор
Дзюблюк О.В. _____

ТЕРНОПІЛЬ – 2017

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ РЕАЛІЗАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ	
1.1. Сутність та особливості вибору цілей монетарної політики держави.....	7
1.2. Основні концепції та інструментарій монетарної політики.....	15
1.3. Інституційні засади реалізації монетарної політики держави.....	27
ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 1.....	34
РОЗДІЛ 2. ОСОБЛИВОСТІ РЕАЛІЗАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НАЦІОНАЛЬНОГО БАНКУ УКРАЇНИ	
2.1. Основні етапи розвитку української монетарної системи.....	36
2.2. Кореляційно-регресійний аналіз основних показників монетарної сфери економіки України за 2004-2016 рр.....	51
2.3. Монетарна політика як засіб забезпечення макрофінансової стабільності..	61
ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 2.....	69
РОЗДІЛ 3. ШЛЯХИ УДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМІ ДІЯЛЬНОСТІ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ	
3.1. Удосконалення умов реалізації режиму інфляційного таргетування в Україні.....	72
3.2. Оцінка практичного досвіду антикризового монетарного регулювання в розвинутих країнах та перспективи оптимізації грошово-кредитної політики Національного банку України.....	78
ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 3.....	92
ВИСНОВКИ.....	94
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....	99
ДОДАТКИ.....	108

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Проблема становлення української національної системи грошово-кредитних відносин є основоположною у сфері економічного реформування держави, їх роль на сучасному етапі зростає, оскільки відбувається зростання фінансового сектора, до змін якого особливо чутливими є країни з перехідною економікою. Особливо відчутним вплив монетарного регулювання на розвиток економіки став у період світової фінансової кризи, яка створила значні труднощі для розвитку більшої частини країн світу. Відкритість української економіки та зростання зовнішньоторговельних операцій змушують змінювати принципи і механізми здійснення монетарної політики відповідно до світових тенденцій розвитку фінансових ринків.

Актуальність дослідження даної теми полягає в тому, що економіка України знаходиться на перехідному етапі і вибір правильної монетарної політики та її цілей, впливатиме на подальше економічне зростання країни. Досвід багатьох країн світу свідчить, що ефективне поєднання різних інструментів грошово-кредитного регулювання дає змогу вирішити проблему нестачі ліквідності фінансових посередників, запобігаючи при цьому її переростанню в кризу, а тому зараз важливим є пошук нових підходів до здійснення вітчизняної монетарної політики.

Огляд літератури з теми дослідження. Вагомий внесок у дослідження сутності та особливостей реалізації монетарної представлено працями як фундаторів економічної думки – Дж. М. Кейнс, Б. Маккаллум, А. Маршал, І.Фішер, М. Фрідмен, Дж. Хікс, М. Туган-Барановський та ін., так і сучасних зарубіжних економістів – Б. Бернанке, Ф. Мишкін, М. Вудфорд, С. Моїсеєв та вітчизняних авторів – А. Мороз, П. Нікіфоров, М. Савлук, В. Стельмах, В. Ющенко, М. Пуховкіна, О. Лаврушин та ін.. Водночас багато питань, пов'язаних з дослідженням особливостей застосування інструментів грошово-кредитної політики для стабілізації економіки у посткризовий період, є недостатньо вивченими. Постає необхідність дослідження дієвості традиційних монетарних

інструментів та пошуку нетрадиційних монетарних засобів, які відповідатимуть новим завданням. Тому особливості реалізації монетарної політики потребують подальших наукових досліджень і розробок.

Мета і завдання дослідження. Метою даної дипломної роботи є аналіз практики використання різних монетарних режимів та інструментів, які застосовуються центральним банком для досягнення загальноекономічних цілей держави, а також виявлення можливих перспектив розвитку вітчизняної грошово-кредитної політики.

Для практичного досягнення поставленої мети передбачалось вирішення наступного комплексу завдань:

- 1) висвітлення сутності поняття монетарної політики та її цілей;
- 2) визначення основних концепцій та інструментів здійснення монетарного регулювання;
- 3) дослідження механізмів проведення монетарної політики Національним банком України;
- 4) аналіз інструментів грошово-кредитної політики України в різні періоди та шляхи покращення монетарного регулювання вітчизняної економіки;
- 5) дослідження практичного досвіду антикризового регулювання в розвинутих країнах та модернізація монетарної політики України.

Об'єкт і предмет дослідження. Об'єктом є система понять, принципів, відносин з приводу здійснення монетарної політики з метою забезпечення стабільного розвитку зовнішньоекономічної діяльності держави та стійкості фінансового ринку.

Предметом даного дослідження є сукупність теоретичних і прикладних передумов формування монетарної політики центрального банку, забезпечення досягнення цілей грошово-кредитної політики в країнах з різним ступенем зрілості економіки.

Методи дослідження. Теоретико-методологічною основою дипломної роботи є загальнонаукові та спеціальні методи наукового пізнання. Для досягнення поставленої мети у роботі було використано такі методи: аналіз і

синтез – при визначенні понять «грошово-кредитна політика» та «грошово-кредитне регулювання»; системно-логічний метод, згідно з яким усі явища вивчаються у взаємозалежності та розвитку; історичний метод – при дослідженні процесу монетарного розвитку вітчизняної економіки; методи систематизації та узагальнення, класифікаційно-аналітичний метод – для визначення інструментів монетарної політики; статистично-аналітичні методи – у ході аналізу використання інструментів монетарної політики, кореляційно-регресійний аналіз – при дослідженні основних показників монетарної сфери економіки.

Інформаційною базою дослідження є законодавчі та нормативні акти Верховної Ради України, Національного банку України, офіційні матеріали Державного комітету статистики України, дані міжнародних організацій, монографій і науково-аналітичні праці вітчизняних й зарубіжних вчених, матеріали міжнародних і всеукраїнських наукових та науково-практичних конференцій, а також дані офіційних періодичних видань Національного банку України.

Наукова новизна роботи полягає в розробці нових та вдосконалення існуючих підходів до використання інструментів грошово-кредитного регулювання з метою забезпечення економічного зростання України. Безпосередньо в процесі дослідження одержано такі наукові результати:

- удосконалено методичні підходи щодо оптимізації та посилення значення інструментів рефінансування і процентної політики Національного банку шляхом удосконалення договорів із комерційними банками про відкриття кредитних ліній, цільова спрямованість грошових ресурсів із яких визначає реалізацію стратегічних завдань загальноекономічного розвитку, що надаватиме можливості оперативного доступу банківських установ до коштів центрального банку та визначатиме можливості для останнього здійснювати ефективний контроль банками;

- обґрунтування важливості інституційних чинників для ефективної реалізації монетарної складової стабілізаційної політики в Україні; зокрема, на основі аналізу чинного законодавства показано, що принаймні за формальними

ознаками, Національний банк сьогодні володіє не досить високим рівнем незалежності;

- підходи до тлумачення ролі традиційних монетарних інструментів для контролю інфляційних процесів в Україні; зокрема, за допомогою кореляційного аналізу виявлено обмеженість впливу процентної політики Національного банку на динаміку споживчих цін у вітчизняній економіці.

Набули подальшого розвитку:

- дослідження світового досвіду монетарної політики, передовсім ФРС США, у період кризи та посткризового відновлення економіки; зокрема, проаналізовано ефективність нетрадиційних інструментів – масштабних програм викупу активів та засобів вербального монетарного стимулювання;

- вивчення взаємодії заходів монетарної та валютно-курсової політики у вітчизняній економіці, що дало змогу з'ясувати ключову роль обмінного курсу у стабілізації вітчизняного монетарного ринку і оцінити перспективи переходу до інфляційного таргетування в Україні.

Практичне значення роботи полягає в тому, що представлені в роботі теоретичні положення, висновки та методичні рекомендації доведені до рівня конкретних пропозицій, які можуть бути використані центральним банком та органами законодавчої і виконавчої влади, а також комерційних банків з метою удосконалення своєї діяльності.

Структура роботи. Дипломна робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел, додатків. Загальний обсяг роботи складає 107 сторінок комп'ютерного тексту, у тому числі 10 таблиць, 10 рисунків, перелік використаних джерел з 83 найменувань.

РОЗДІЛ 1

ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ РЕАЛІЗАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ

1.1. Сутність та особливості вибору цілей монетарної політики держави.

Сучасні умови ведення банківського бізнесу характеризуються нестабільністю національної грошової одиниці, падінням довіри населення до банківської системи, безробіттям і занепадом економіки в цілому. Сьогодні виникає багато проблем із проведення монетарної політики, які пов'язані із наслідками економічної кризи 2008-2009 рр.. Монетарна політика в ринкових умовах є одним із найважливіших інструментів впливу держави на перебіг економічних процесів. У той час, коли адміністративні важелі регулювання господарства зводяться до мінімуму, саме монетарна політика виходить на перший план і має набувати вирішального значення у формуванні закономірностей економічного розвитку. А відтак на сьогодні актуальними для аналізу є особливості реалізації монетарної політики в Україні, зокрема механізм реалізації стратегічних орієнтирів.

Загалом можна відзначити, що до визначення поняття «монетарна політика» застосовують різні підходи (див. додаток А). За визначенням Е. Дж. Долана, «у це поняття включаються всі дії уряду, що впливають на кількість грошей, що перебувають в обігу» [21]. Ф. С. Мишкін вважає, що монетарна політика виступає як один з двох провідних засобів, за допомогою якого органи влади в ринковій економіці регулярно впливають на темп і напрямок загального економічного зростання, включаючи не лише рівень валового продукту і зайнятості, але й і загальний рівень зростання чи падіння цін [33]. На думку А.М. Мороз «під грошово-кредитною політикою розуміють комплекс взаємопов'язаних, скоординованих на досягнення певних цілей заходів щодо регулювання грошового ринку, які проводить держава через свій центральний банк» [15]. Монетарна політика – це сукупність форм і засобів державного впливу на

пропозицію грошей з метою забезпечення рівноваги між пропозицією грошей і попитом на них [4].

Окрім цього, в літературі наведено низку конкретизованих визначень грошово-кредитної (монетарної) політики, які розкривають її цільову сутність. Наприклад, на думку, О.І. Лаврушина під грошово-кредитною політикою розуміють сукупність заходів, що вживаються урядом у грошово-кредитній сфері з метою регулювання економіки. І.Лютий вважає, що грошово-кредитна політика «підпорядкована загальноекономічній політиці держави і направлена на досягнення економічної стабільності і прогресу в умовах оптимального рівня макроекономічних показників» [32]. Монетарна політика – це сукупність заходів у сфері грошового обігу і кредитних відносин, які здійснює держава з метою врегулювання економічного росту, стримування інфляції, забезпечення зайнятості і збалансування платіжного балансу [70].

Таким чином, можна зробити висновок, що поняття монетарної політики багатозначне, тому важко дати єдине визначення, але на нашу думку, монетарна політика – це всі заходи уряду, які впливають на грошову масу в обігу, інфляцію, зайнятість населення та економічне зростання країни в цілому, які проводяться через центральний банк. В умовах ринкової економіки монетарні важелі впливу держави на економічні процеси є найбільш дієвими і ефективними, а тому монетарна політика відіграє важливу роль в державному регулюванні економічних відносин. Якщо ж грошова система функціонує не ефективно, то вона розбалансовується, при цьому порушується кругообіг доходів і витрат, викликаючи різкі коливання рівня виробництва, зайнятості та цін.

Економічний зміст монетарного регулювання полягає у тому, що грошово-кредитна політика – це один із секторів економічної політики вищих органів державної влади, що регулюють гроші, як систему відносин суб'єктів економіки. Монетарна політика забезпечується притаманними їй грошово-кредитними механізмами.

Основне завдання монетарної політики полягає в тому, щоб створити певні умови при яких би економічні агенти, здійснювали б дії, що співпадають з цілями

економічної політики держави. Таким чином, монетарна політика не є незалежною, в кінцевому результаті її мета (допомога економіці в досягненні загального рівня виробництва, що характеризується повною зайнятістю і стабільністю цін) збігається з основоположними цілями макроекономічної політики держави.

Щоб зрозуміти суть монетарної політики необхідно знати, що її суб'єктом виступає сама держава, яка регулює цю сферу через свої представницькі органи – центральний банк, міністерства фінансів чи казначейства, органи нагляду за діяльністю банків і контролю за грошовим обігом та інші установи. А об'єктами є такі елементи грошового ринку, як пропозиція (маса) грошей, ставка процента, валютний курс, рівень інфляції, швидкість грошового обігу та інші.

Вибір об'єктів певним чином залежить від економічної ситуації в країні та означає, що центральний банк може обирати один із вище перерахованих об'єктів чи навіть декілька відразу.

Науковий колектив на чолі зі В. С. Стельмахом розглядає об'єкт грошово-кредитної політики як множинний і відносить до його складових наступні змінні грошового ринку: пропозиція (маса) грошей; ставка процента; валютний курс; швидкість обігу грошей та ін. Окрім того, цей авторський колектив у монографічному дослідженні акцентує увагу на тому, що вибір об'єктів грошово-кредитного регулювання залежить від економічної ситуації в країні та означає, що центральний банк може залежно від ситуації здійснювати орієнтацію на один із перерахованих вище об'єктів чи навіть декілька одночасно

Одним із традиційних підходів є розуміння під об'єктом грошово-кредитної політики попиту і пропозиції на грошовому ринку [16, с. 68]. Ю. Дмитренко наголошує на тому, що грошово-кредитна політика здійснюється через регулювання обсягу грошової маси, відтак об'єктом грошово-кредитної політики, на думку цього науковця, є грошова маса [21, с. 108]. І. В. Ветрова наголошує на тому, що об'єктом грошово-кредитної політики слід вважати грошовий обіг, кількість грошей в обігу (грошова маса), засоби і методи (інструменти), основні напрямки її регулювання [13, с. 10]. Цей підхід ґрунтується на тому, що саме

характер і особливості грошового обігу мають принципове значення для організації фінансово-економічних відносин в країні.

Для з'ясування ролі монетарної політики в ринковій економіці важливе значення мають цілі, встановлення яких передбачає визначення її конкретного спрямування. Їх можна поділити на три групи: стратегічні, проміжні, тактичні. (див. рис. 1.1.)

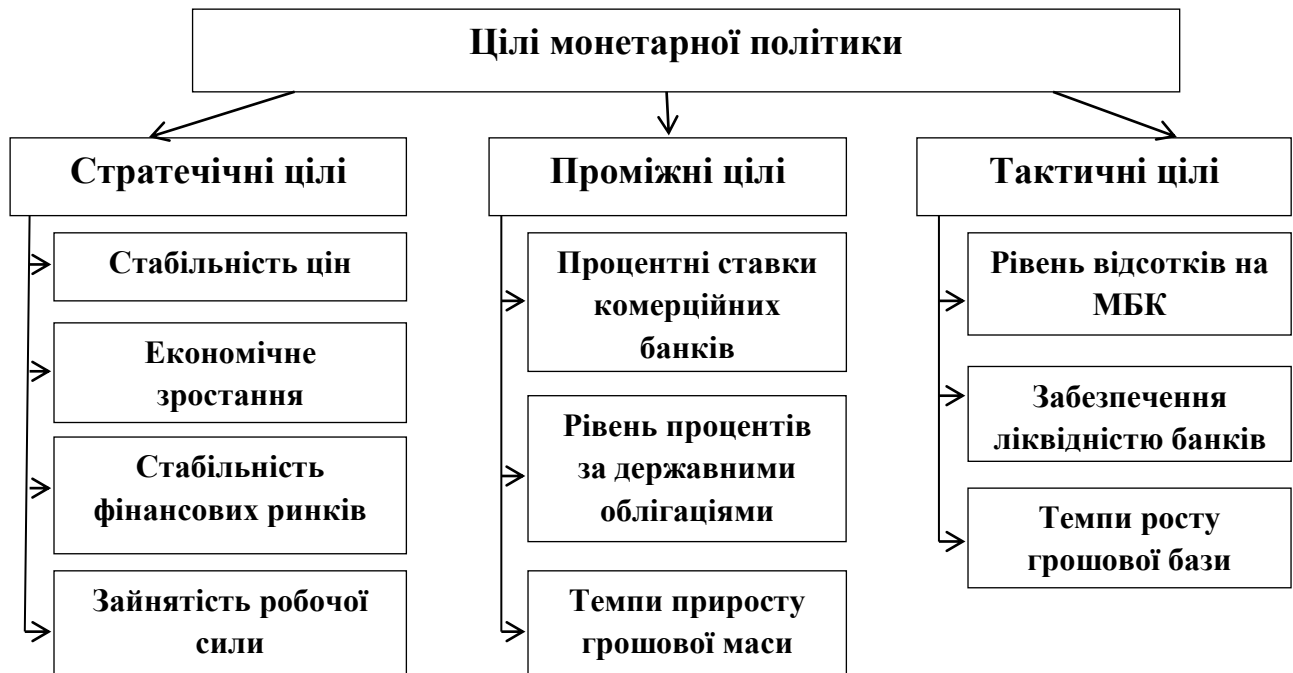


Рис. 1.1. Основні цілі монетарної політики

Стратегічні – ключові цілі в загальнодержавній економічній політиці: зростання зайнятості, збалансування платіжного балансу, зростання виробництва, забезпечення стабільності цін тощо [42, с. 61].

Стратегічні цілі є довгостроковими цілями, вони повинні бути кінцевими, і у центрального банку не повинно бути розбіжностей з урядом, щодо них, оскільки досягнення стратегічних цілей свідчить про економічне зростання держави. Однак інструменти центрального банку не можуть безпосередньо вплинути на їх досягнення, а тому вони мають бути опосередковані проміжними цілями.

Вибір проміжних цілей грошово-кредитної політики здійснюється за такими критеріями:

- тісний взаємозв'язок із стратегічними цілями;

- можливість чіткого кількісного вираження;
- легкість здійснення контролю та оперативного впливу з боку центрального банку.

До проміжних цілей слід віднести поживлення чи стримування кон'юнктури на товарних і грошових ринках. Змінюючи рівень процентної ставки та масу грошей в обігу, можна регулювати пропозицію грошей і попит на товари, а через них – рівень цін, обсяги інвестицій, зростання виробництва та зайнятості. Вибір проміжних цілей монетарної політики у значній мірі залежить від поточних макроекономічних та інституційних умов. В економічній літературі виділяють чотири основних типи проміжних цілей монетарної політики:

1. Таргетування валютного курсу;
2. Таргетування грошових агрегатів;
3. Таргетування інфляції;
4. Грошово-кредитна політика без номінального якоря [11].

Таргетування валютного курсу означає встановлення фіксованого курсу національної валюти щодо валюти країни з низьким рівнем інфляції, або встановлення «коридору», в межах якого обмінний курс національної валюти може вільно коливатися. У випадку таргетування валютного курсу політика центрального банку проводиться по заданій стаціонарній процедурі із зумовленою ціллю. Таргетування валютного курсу передбачає виконання правила грошово-кредитної політики. Воно являє собою функцію відповідної реакції центрального банку у відповідності з якою інструмент грошово-кредитної політики реагує на зміну цін. При цьому режимі уряд притримується одного із різновидів правил грошово-кредитної політики під назвою правило валютного курсу. Його суть полягає в тому, що пришвидшується девальвація національної валюти, якщо її реальний обмінний курс знаходиться нижче довготермінового значення і сповільнює девальвацію при завищенні реального курсу. Якщо ж уряд хоче зберегти незмінний курс, вони слідуєть правилу паритета купівельної спроможності, згідно якого центральний банк держить відношення цін на

внутрішньому та зовнішньому ринках на постійному рівні. Таргетування валютного курсу застосовується в деяких випадках, а саме:

1. За допомогою такого таргетування центральний банк забезпечує конкурентоспроможність вітчизняної продукції на зовнішніх ринках;
2. Періодична девальвація стимулює заміну дорогої експортної продукції дешевою вітчизняною.

Небезпека таргетування валютного курсу полягає для економіки держави у тому, що цей режим сприяє розвитку затяжних фінансових криз. Зосередження центрального банку лише на підтримці обмінного курсу національної валюти іноді призводить до погіршення поточного стану монетарної політики, позбавляючи її належної гнучкості.

Таргетування грошових агрегатів дозволяє центральному банку повною мірою використовувати можливості щодо проведення монетарної політики відповідно до внутрішніх потреб економіки. Таргетування грошових агрегатів успішно застосовувалося центральними банками провідних країн у 1970-1980-і рр. Але на початку 1980-х рр. США, Велика Британія і Канада відмовилась від таргетування грошових агрегатів, оскільки зв'язок між їх динамікою і зміною макроекономічних показників не був стійким і не забезпечував для цих держав успішного проведення монетарної політики.

Таргетування інфляції означає вибір певного значення інфляції за цільовий орієнтир і використання операційного інструментарію центрального банку для досягнення інфляційної цілі, за яку влада несе відповідальність. Тобто центральний банк встановлює плановий рівень інфляції та усі свої засоби використовує для дотримання цього показника. На нашу думку, таргетування інфляції – це комплекс заходів, які приймаються урядом за для контролю за рівнем інфляції в країні.

Таргетування інфляції включає три фази:

- вибір і визначення цілі;
- докладення зусиль до досягнення цілі;
- контроль і відповідальність за результати.

Інфляційне таргетування проводиться в тому чи іншому ступені гнучкості і відповідальності (табл. 1.1).

Таблиця 1.1

Ступінь гнучкості інфляційного таргетування [82, Р. 21].

Характеристика	Інфляційне таргетування		
	повноцінне	еклектичне	полегшене
довіра до влади	середнє і високе	високе	низьке
визначення інфляційної цілі	високе	доволі низьке	низьке
гнучкість у відношенні інших цілей	низьке	високе	високе

Причиною вибору центральними банками розвинених країн режиму таргетування інфляції став невдалий досвід таргетування грошових агрегатів. Що стосується країн, що розвиваються, то можна виділити три причини, чому уряд вирішив змінити режим монетарної політики:

1. валютна криза (девальвація та відмова від фіксованого валютного курсу);
2. еволюція стабілізаційної програми на базі фіксованого валютного курсу;
3. втрата ефективності грошового таргетування.

Експертами МВФ було проведено опитування серед представників уряду 88 країн, що розвиваються та країн з перехідною економікою. Дане опитування показало, що більше половини, швидше за все, найближчим часом перейдуть до інфляційного таргетування (табл. 1.2). Серед них присутня і Україна.

Повноцінне інфляційне таргетування має високу транспарентність і відповідальність зі сторони центрального банку за рішення, які ним приймаються. Еклектичне інфляційне таргетування дозволяє підтримувати інфляцію на низькому стабільному рівні без повної прозорості і звітності відносного рівня. Це можливо в умовах високої фінансової стабільності і дозволяє підтримувати на належному рівні і інші макроекономічні показники, такі як зайнятість, економічний ріст та платіжний баланс. Полегшене інфляційне таргетування передбачає велику непрозорість політики центрального банку і низький рівень довіри до влади.

Перевагою таргетування інфляції є те, що центральний банк має можливість зосередитися на внутрішніх проблемах економіки, а недоліком є те, що інфляційні процеси самі по собі не контролюються центральним банком, і у випадку економічних потрясінь немонетарні фактори набувають значної ваги в динаміці інфляції, що призводить до неможливості адекватного реагування на показник інфляції інструментами монетарної політики центрального банку. Цей недолік особливо важливий для країн з перехідними економіками, оскільки після досягнення середніх і низьких темпів інфляції на ціни суттєво впливає обмінний курс, що зараз можна спостерігати в Україні.

Таблиця 1.2

Передбачувані кандидати на інфляційне таргетування [39, с. 376]

№з/п	Часовий горизонт	Країни
1.	Найближча перспектива	Підтримка МВФ: Україна, Єгипет
2.	Середньострокова перспектива	Підтримка МВФ: Албанія, Ботсвана, Уганда, Маврикій, Гватемала. Без підтримки МВФ: Ангола, Грузія, Гвінея, Пакистан, Азербайджан, Парагвай, Марокко.
3.	Довгострокова перспектива	Підтримка МВФ: Білорусія, Китай, Кенія, Киргизія, Замбія, Шрі-Ланка.
4.	Час невідомий	Без підтримки МВФ: Болівія, Гондурас, Нігерія, Туніс, Уругвай, Венесуела, Судан.

Грошово-кредитна політика без номінального якоря, по суті, означає відмову центрального банку від прийняття на себе будь-яких зобов'язань щодо досягнення конкретних значень окремих макроекономічних показників: обмінного курсу, рівня інфляції, темпів зростання грошових агрегатів. За цього режиму можна використовувати такі інструменти монетарної політики як операції на відкритому ринку, облікові ставки та резервні вимоги. За допомогою цих інструментів центральний банк впливає на попит та пропозицію, на залишки коштів, які комерційні банки тримають у центральному банку, і таким чином змінюється процентна ставка на кредити-овернайт. Тим самим зміна процентних ставок

впливає на обмінний курс, обсяги грошово-кредитних ресурсів, а також на інші макроекономічні показники: рівень зайнятості, інфляції та ВВП.

Але попри всі переваги названі вище, існують і серйозні недоліки цього режиму – це:

- відсутність прозорості в діях грошової влади;
- поточна грошово-кредитна політика стає значно залежною від переваг, навичок і політичних поглядів осіб, які очолюють центральний банк.

Тактичні цілі полягають у регулюванні ключових економічних змінних через банківську систему на основі управління грошовою масою, відсотковою ставкою, валютним курсом тощо і забезпечують досягнення проміжних цілей. Основними ознаками тактичних цілей є короткостроковість їхньої дії, реалізація їх виключно оперативними заходами центрального банку та багатоаспектність. При виборі тактичних цілей важливо брати до уваги такі характеристики останніх: можливість виміру досягнутих результатів; можливість здійснення оперативного контролю; можливість оперативного впливу на відповідні економічні процеси.

Якщо зміна грошової маси впливає на зміну сукупного попиту і макроекономічні показники, то зміни відсоткової ставки та валютного курсу можуть вплинути не тільки на сукупний попит, а й на інтереси окремих економічних суб'єктів і зумовити суттєві структурні зміни в економіці.

У зв'язку з цим виконання основних регулятивних завдань залежить від правильного поєднання тактичних цілей.

Наприклад, через зміну відсоткової ставки та валютного курсу можна нейтралізувати інфляційний тиск від зростання грошової маси в обігу. Головною рисою обраних цілей повинен бути їх безпосередній зв'язок з кауресленими стратегічними цілями [42, с. 63].

1.2. Основні концепції та інструментарій монетарної політики

В основі монетарної політики лежить теорія грошей, тому проблеми грошово-кредитної політики є причиною для дискусій між різними економічними школами, такими як: маржиналісти, монетаристи, неолібералісти, кейнсіанці та інші.

В даній роботі розглянемо погляди двох шкіл, а саме монетаристів і прихильників теорії переваг ліквідності, основоположником якої вважається економіст, засновник сучасної макроекономічної теорії Дж. М. Кейнс. Основи теорії грошей закладені в його наукових працях, насамперед у роботі «Загальна теорія зайнятості, відсотка та грошей». У книзі він уперше піддав конструктивній критиці класичну теорію макроекономічного регулювання, що панувала до того часу. Кейнсіанський підхід базується на ідеї оперативного використання грошей як інструмента щоденного управління економічною кон'юктурою та стимулювання економічного зростання, а монетаризм засуджує подібні маніпуляції в грошовій сфері, що ведуть, на думку авторів цієї теорії, до посилення виробничих протиріч і диспропорцій та декларують дії стихійних ринкових стабілізаторів.

Теорія кейнсіанства, як відомо, сформувалась у 30–40-х роках і швидко посіла провідне місце в теоретичній літературі та програмах економічної політики. Монетаризм вийшов на арену пізніше, в середині 50-х років, і довгий час був об'єктом скептичного ставлення та нападок з боку академічних і правлячих кіл провідних держав. Проголосивши гасло «Гроші мають значення», монетаристи дали сильний імпульс розвитку грошових досліджень.

Загальним методологічним підходом кейнсіанців є концепція активної макроекономічної політики, що необхідна для стабілізації внутрішньо нестабільної економіки. Проведення фіскальної та грошово-кредитної політики необхідне для пом'якшення проходження економікою різких підйомів і спадів, що супроводжують її розвиток при проходженні фаз ділового циклу, причому монетарна політика розглядається як вторинна відносно фіскальної. Також вони вважають, що ринковий механізм самостійно не може гарантувати досягнення в економіці повної зайнятості. Повна зайнятість за рахунок лише ринкових регуляторів – це не закономірність, а випадковість. Кейнсіанці висувають кілька аргументів:

1. Процентна ставка гарантує забезпечення рівноваги між заощадженнями та інвестиціями, адже власники заощаджень та інвестори – це

різні економічні групи, які в ході прийняття рішення керуються неоднаковими мотивами. На рівень заощаджень, окрім відсоткової ставки, здійснюють вплив й інші чинники, які не відбивають бажання людей отримувати доходи від заощаджень.

2. На думку кейнсіанців, окрім процентної ставки, вагомим чинником, який характеризує розмір інвестицій є норма чистого прибутку, очікуваного від інвестування.

3. Кейнсіанці вважають уявлення класиків про роль поточних заощаджень як джерела інвестицій надмірно спрощеними, оскільки вони не враховують інші джерела. На їхню думку, крім поточних заощаджень, на грошовому ринку існують два інші джерела інвестицій: готівкові заощадження та кредитні установи.

4. Кейнсіанці ставлять під сумнів класичні постулати про високу еластичність цін і заробітної плати, особливо в бік зниження останньої при зменшенні сукупного попиту. Це пояснюється двома обставинами: а) присутність монополій, які стримують зниження цін, і профспілок, які стримують скорочення заробітної плати, що шкодить рівноцінному зниженню цін і заробітної плати в короткостроковому періоді і протидіє відновленню сукупної пропозиції на рівні потенційного ВВП; б) можливість зниження заробітної плати внаслідок зниження сукупного попиту і попиту на ринку праці не викличе зростання сукупного доходу працюючих і тому не убезпечить відновлення їхнього попиту на рівні потенційного ВВП.

5. При визначенні об'єктів державного впливу на економіку кейнсіанці виходять із того, що визначальною причиною спаду виробництва є дефіцит сукупного попиту. На їхню думку, відставання сукупного попиту від сукупної пропозиції зумовлюють два головні чинники: психологія споживачів, тобто домашніх господарств – зі зростанням їхнього доходу зменшується та його частка, яка йде на споживання, і збільшується та, яка спрямовується на заощадження. Така тенденція в розподілі зростаючого доходу одержала назву

«основний психологічний закон» Кейнса. Внаслідок цього споживання відстає від виробництва, що викликає спад виробництва.

6. Зниження ефективності капіталу. Зі збільшенням обсягів нагромадження капіталу норма прибутку зменшується відповідно до закону спадної продуктивності капіталу. Ця тенденція обумовлюється зниженням можливостей реалізувати вироблені продукти за достатньо високими цінами внаслідок зменшення граничної схильності до споживання [5, с. 25-27].

Згідно з кейнсіанською теорією, не пропозиція створює попит, а навпаки, попит створює пропозицію. Тому головним об'єктом державного втручання в економіку повинен бути сукупний попит, який у кейнсіанській теорії отримав назву «ефективний попит».

Для наочності процесу взаємодії всіх параметрів економічної системи Дж. М. Кейнс спростив досліджувану модель, прийнявши, що всі фактори виробництва, які формують його витрати, змінюються в однакових пропорціях з грошовими доходами населення та всі ресурси однорідні та взаємозамінні, а також відсутні виняткові фактори, дія яких не враховується. Тоді механізм взаємодії параметрів гроші – ефективний попит з зайнятість – продукт виглядає досить просто: зайнятість буде зростати у такій самій пропорції, як і збільшення ефективного попиту, який є результатом збільшення кількості грошей в обігу доцільно до тієї межі, поки економіка у відповідь на випереджаюче зростання грошових ресурсів спроможна нарощувати обсяги зайнятості реальних виробничих ресурсів. За цією межею починається справжня інфляція, тобто будь-яке додаткове збільшення грошей здатне спричинити тільки зростання цін. Подібний стан економіки Дж. М. Кейнс вважає небажаним, але будь-які інші тенденції в даному напрямку він розглядав як безпечні для економіки і швидше стимулюючі, ніж депресивні. «Тільки у виняткових випадках збільшення кількості грошей буде супроводжуватися зменшенням розмірів сукупного ефективного попиту» [35, с. 229].

Кейнсіанська теорія стала теоретичним обґрунтуванням методів державного регулювання країн Заходу до 70-х років XX століття. Основними положеннями,

які відстоюються у кейнсіанській теорії у сфері грошового обігу є: ринкова економіка є нестійкою системою, що має багато внутрішніх недоліків, тому держава повинна регулярно використовувати різні інструменти регулювання економіки, зокрема і грошово-кредитні; зміна грошової пропозиції є причиною зміни рівня процентної ставки, що, у свою чергу, зумовлює зміну в інвестиційному попиті і через мультиплікативний ефект – зміну в номінальному ВВП.

У зв'язку з вищевказаним кейнсіанці вважають грошово-кредитну політику неефективним засобом регулювання економіки, як наприклад, фіскальну чи бюджетну політику.

Підхід монетаристів базується на тому, що система ринкової конкуренції забезпечує високий ступінь макроекономічної стабільності. Макроекономічна стабільність досягається у випадку, коли державне втручання в функціонування економіки є мінімально необхідним. Надмірний вплив держави за допомогою фіскальної та грошово-кредитної політики призводить до нестабільності економічної системи, поглиблює протиріччя в умовах циклічних коливань.

Прибічники цього напрямку звинуватили ортодоксальних кейнсіанців у ігноруванні важливої ролі грошових факторів у відтворювальному процесі та проведенні явної проінфляційної політики. Особливу увагу вони приділяли вивченню різноманітних ефектів і народногосподарських наслідків грошових зрушень, виділяючи як основну ланку динаміку грошової маси.

Кореляція між грошовим чинником (масою грошей в обігу) і номінальним ВВП виявляється тіснішою, ніж між інвестиціями і ВВП. Динаміка ВВП слідує безпосередньо за динамікою в зміні пропозиції грошей. Монетаристи відзначають, що існує певний взаємозв'язок між кількістю грошей в обігу та загальним обсягом проданих товарів і послуг у межах національної економіки. Цей зв'язок виражається рівнянням обміну І.Фішера:

$$M \times V = P \times Q$$

Монетарна теорія грошей полягає у наступному: у довгостроковому плані гроші повністю нейтральні: ефект грошових імпульсів позначається тільки на

динаміці загального рівня цін і не впливає на обсяги виробництва, інвестицій, зайнятості та інше. Протягом коротких проміжків часу зміна темпів зростання грошової маси може вплинути на стан виробництва, зайнятості, але ефект цей буде короткостроковий – через певний час темпи зростання реальних показників виробництва повернуться до попереднього рівня.

Сучасні монетаристи високо оцінюють роль і значення грошово-кредитної політики як засобу державного макроекономічного регулювання економіки. Порівняно з прямими бюджетними витратами, тобто бюджетним регулюванням, її перевага в тому, що це менший, на їхню думку, «інформаційний гніт» для уряду [5, с. 39].

У результаті вище вказаних дискусій у світовій економічній теорії та в регулятивній практиці набув широкого визнання монетарний фактор розвитку економіки та активне застосування монетарних заходів в економічній політиці.

На сьогодні дуже мало економістів притримуються крайніх кейнсіанських або крайніх монетаристських поглядів, більшість теоретичних моделей прийняли синтезовану форму. В основу реалізації грошово-кредитної політики багатьох країн було покладено так званий принцип компенсаційного регулювання, який базується на поєднанні двох протилежних комплексів заходів, що застосовуються на різних фазах економічного циклу [42, с. 58].

У довгостроковому періоді в монетарній політиці сьогодні переважає монетаристський підхід, але разом з тим держава не відмовляється в короткостроковому періоді від дії безпосередньо на процентну ставку в цілях швидкого економічного маневрування.

Якщо у кейнсіанській теорії головним об'єктом макрорегулювання у монетарній сфері є відсоткова ставка, що є одним із основних інструментів монетарної політики (вона впливає на обсяг і динаміку інвестицій), то в монетаристській концепції – обсяг грошової маси [5, с. 39-41].

З розглянутих вище вказаних монетарних концепцій випливає, що основними засобами впливу на економічне зростання та стабільність в країні є інструменти монетарної політики. Монетарна політика може проводитися за допомогою

адміністративних та ринкових інструментів регулювання. В першому випадку використовуються «прямі інструменти», а в другому — «опосередковані інструменти» грошово-кредитної політики. Адміністративними є інструменти, що мають форму директив, інструкцій центрального банку й спрямовані на обмеження сфери діяльності кредитного інституту.

До основних ринкових інструментів монетарної політики належать такі: здійснення операцій на відкритому ринку; встановлення мінімальних обов'язкових резервів для банків; процентна політика; здійснення операцій на валютному ринку та ін.

В прикладному плані під інструментами розуміють фінансові операції, які проводять банки і (інші економічні агенти, включаючи уряд) з центральним банком або за його вказівкою.

Згідно, з Морозом А.М., інструменти грошово-кредитної політики — це такі регулятивні заходи (прийоми, методи), які перебувають у повному розпорядженні Центрального банку, безпосередньо ним контролюються і використання яких впливає на цільові орієнтири грошово-кредитної політики [43].

Інструменти грошово-кредитної політики можна класифікувати за ознаками (див. рис. 1.2):

- 1) характер впливу на грошовий ринок;
- 2) спрямованість регулятивного впливу;
- 3) характер впливу на ліквідність банків;
- 4) періодичність використання.

Наведену класифікацію можна побачити на рис 1.2.

«Прямі інструменти» (direct instrument) означають неопосередкований зв'язок між інструментом і операційною метою грошово-кредитної політики. Під «прямими інструментами» розуміють зобов'язання, які банки або інші учасники фінансового ринку, що знаходяться під юрисдикцією центрального банку, повинні виконувати. Використовуючи «прямі інструменти», центральний банк задає або обмежує значення цінової або кількісної змінної, в той час як «непрямі

інструменти» дозволяють впливати на операційну мету опосередковано, через зміни ринкової кон'юнктури [39, с.235].



Рис. 1.2. Інструменти грошово-кредитної політики центрального банку [60].

Ринкові або «опосередковані інструменти» відрізняються від прямих тим, що банки заключають угоди з центральним банком не з примусу, а по власній ініціативі. Умови угоди відповідають ринковій кон'юнктурі або заздалегідь оприлюднюються центральним банком. З цими умовами банки можуть

погодитися або ні. До прийнятних «прямих інструментів», які не стримують розвиток банківського сектору, відносять тільки обов'язкові резерви і нормування ліквідності. Під резервними вимогами (обов'язковими резервами *reserve requirements*) розуміють відрахування від обсягу залучених ресурсів на рахунок центрального банку. Близько 70% розвинених країн продовжують використовувати резервні вимоги. Від них відмовилися тільки Австралія, Канада, Данія, Нова Зеландія, Норвегія і Швеція. Нормування ліквідності або вимога ліквідності (*statutory liquidity requirements*) означає, що банк зобов'язаний певну частку від обсягу залучених ресурсів тримати в ліквідних активах. В більшості країн світу нормування ліквідності зачіпає не більше 10% активів банку.

Ринкових інструментів грошово-кредитної політики нараховується набагато більше. Вони можуть бути дискреційними і постійної дії (див. рис. 1.3). Дискреційними інструментами називають нерегулярні операції центрального банку, які він проводить по власному бажанню для регулювання процентних ставок і ліквідності банківського сектора. Інструменти постійної дії представляють собою регулярні операції центрального банку, які він пропонує проводити банкам. І ті й інші покликані надавати ліквідність або вилучати її з банківського сектора. Інструменти постійної дії застосовують більше 80% центральних банків.

Вчені А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна і М. І. Савлук до складу інструментів грошово-кредитної політики відносять політику обов'язкових резервних вимог, політику рефінансування, процентну політику, політику операцій на відкритому ринку [70]. С.В. Науменкова і С.В. Міщенко до методів грошово-кредитної політики відносять регулювання норм обов'язкових резервів, процентну політику, рефінансування банків, управління золотовалютними резервами, операції з цінними паперами на відкритому ринку, регулювання експорту та імпорту капіталу, а також емісію власних боргових зобов'язань та операції з ними.

Ці науковці наголошують, що до інструментів грошово-кредитної політики належать нормативи обов'язкових резервів, облікова ставка, ставка рефінансування, операції репо, валютний курс і депозитні сертифікати [44, с.16].

Науковець А. Ускенбаєва наголошує, що у світовій практиці використовують три основні інструменти монетарної політики, спрямовані на регулювання грошової маси і ставки відсотка: резервні вимоги, ставка рефінансування та операції на відкритому ринку [69, с.9].

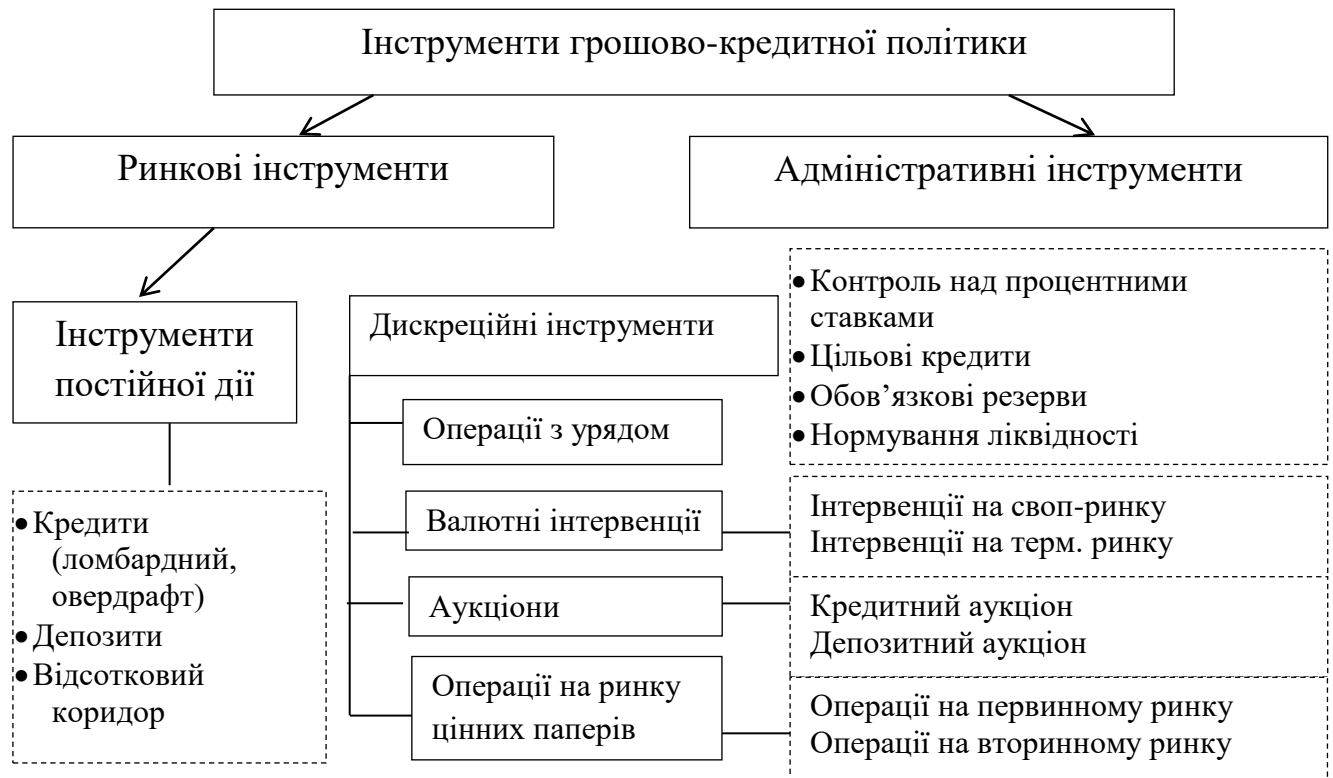


Рис. 1.3. Класифікація інструментів грошово-кредитної політики [39, с.237].

Таким чином, на наше переконання, методами грошово-кредитної політики є: політика обов'язкових резервів, процентна політика, політика рефінансування, політика управління золотовалютними резервами, політика операцій на відкритому ринку, політика управління валютним курсом, управління експортом та імпортом капіталу, операції з власними борговими зобов'язаннями. Цей підхід відбиває функціональний підхід до систематизації методів грошово-кредитної політики, оскільки насправді зазначені вище методи є напрямками реалізації грошово-кредитної політики.

Окрім того, на нашу думку, система методів грошово-кредитної політики може бути сформована відповідно до управлінсько-організаційного підходу, базуючись на фінансово-управлінських функціях: планування, прогнозування,

координація, облік, аналіз і контроль. В рамках як одного, так і іншого підходу щодо формування методів грошово-кредитної політики, їх застосування передбачає оперування інструментами грошово-кредитної політики. Термін «інструмент» у більшості тлумачних словників розглядається як ручне знаряддя для виконання яких-небудь робіт, сукупність таких знарядь [25, с.163, 67, с.281, 68, с.405]. Проте у тлумачному словнику української мови, укладеному за редакцією В. С. Калашника, міститься визначення терміну «інструмент» з позиції, яка є притаманною політиці в цілому та грошово-кредитній політиці зокрема: засіб, спосіб для досягнення чогось [68, с.405]. Таке розуміння інструмента дозволяє дійти висновку, що інструменти грошово-кредитної політики вказують на особливості грошового обігу та кредитних відносин і є тісно пов'язаними між собою. Кожен інструмент виконує певне економічне навантаження та має об'єктивні межі застосування [3, с.59].

Необхідно мати на увазі, що розширення дії одних інструментів грошово-кредитної політики за рахунок обмеження дії інших може негативно вплинути на економічне зростання країни в цілому. В продовження обґрунтування впливу грошово-кредитної політики на економічне зростання нами пропонується виділяти інструменти грошово-кредитної політики в межах її методів відповідно до функціонального підходу. Не зважаючи на це, приведення в дію систематизованих таких чином інструментів грошово-кредитної політики повинно відбуватися і за допомогою методів грошово-кредитної політики в межах управлінсько-організаційного підходу – тобто перш ніж приводити в дію інструмент чи змінювати його дію слід здійснити планування бажаного результату і прогнозування можливих наслідків, координація повинна здійснюватися практично паралельно з обліком, аналізом і контролем, що дозволить за необхідності відкоригувати дію грошово-кредитного інструмента.

До складу інструментів грошово-кредитної політики в Україні включаються:

- ✓ нормативи резервування;
- ✓ база резервування;
- ✓ облікова ставка;

- ✓ ставка за кредитами, наданими шляхом тендера;
- ✓ ставка за кредитами овернайт;
- ✓ ставка за операціями репо;
- ✓ лінії рефінансування банків;
- ✓ рефінансування шляхом тендера;
- ✓ офіційні резервні активи (іноземні валюти, позиція в МВФ, СПЗ, монетарні метали);
- ✓ офіційний валютний курс;
- ✓ купівля-продаж валюти на міжбанківському валютному ринку;
- ✓ обмеження валютного ринку;
- ✓ купівля-продаж казначейських зобов'язань НБУ;
- ✓ купівля-продаж інших цінних паперів (крім цінних паперів, що підтверджують корпоративні права);
- ✓ операції репо;
- ✓ умови розміщення та погашення депозитних сертифікатів (процент, максимальна або мінімальна сума заявки від банку, сума вкладу, строк, додаткові обмеження щодо потенційних власників тощо);
- ✓ реєстрація кредитних договорів між резидентами і нерезидентами;
- ✓ встановлення вимог щодо розрахунків за експортними та імпортними операціями.

Дія методів та інструментів грошово-кредитної політики на об'єкт здійснюється через канали, склад яких традиційно визначається наступним чином: грошовий, кредитний, процентний, валютний, цін активів та очікувань.

Вплив грошово-кредитної політики як цілеспрямованої діяльності Національного банку України має оцінюватися з позиції досягнення конкретних цілей. Відтак, на наше переконання, враховуючи, що у випадку впливу грошово-кредитної політики на економічне зростання йдеться про взаємодію між фінансовим та реальним сектором економіки, слід розрізняти проміжну та кінцеву цілі. На рівні проміжної мети — як орієнтир впливу грошово-кредитної політики на економічне зростання можна використовувати рівень фінансової глибини

економіки. Кінцевою, головною, метою впливу грошово-кредитної політики на економічне зростання, як уже зазначалося, виступає стійке і якісне економічне зростання.

Структурно-логічна схема впливу грошово-кредитної політики на економічне зростання наведена у додатку Б.

Таким чином, вплив грошово-кредитної політики на економічне зростання нами було структуровано за основними складовими — об'єкт, методи, інструменти, об'єкт та мета. Суб'єктом впливу грошово-кредитної політики на економічне зростання виступає центральний банк країни. Методи грошово-кредитної політики, на наше переконання, слід розглядати з позиції функціонального та також управлінсько-організаційного підходів. На основі дослідження практики застосування методів грошово-кредитної політики Національним банком України у роботі сформовано комплекс інструментів грошово-кредитної політики. Доведено, що методи та інструменти грошово-кредитної політики в контексті забезпечення економічного зростання повинні використовуватися з урахуванням їх майбутнього впливу на розвиток економіки країни.

1.3. Інституційні засади реалізації монетарної політики держави

Сучасний етап розвитку світової фінансової системи характеризується трансформацією ролі та функцій центральних банків у системі монетарного регулювання економіки у відповідь на фінансові шоки та дисбаланси у структурі грошових і фінансових ринків, а також у структурі державних фінансів окремих країн [50, с. 8; 38, с. 36; 49, с. 21]. Загальною тенденцією стало підвищення ролі центральних банків у збалансуванні національних фінансових систем на основі посилення координації монетарної та фіскальної політики [12, с. 58; 48, с. 70; 37, с. 44].

Центральний банк (central bank) являється національною фінансовою установою (або установами), яка здійснює контроль над найважливішими аспектами національної фінансової системи і веде таку діяльність, як емісія

готівки, управління міжнародними резервами, здійснення операцій з МВФ і надання кредиту комерційним банкам.

Провідником грошово-кредитної політики держави, або регулятором, є центральний банк, він займається рефінансуванням комерційних банків, завдяки чому його називають «Банком банків». Він наділений монопольним правом грошової емісії, регулювання грошового обігу, кредиту і валютного курсу. Не рідко центральний банк виступає агентом уряду при обслуговуванні державного бюджету і наглядовим органом банківської системи.

Обов'язки або задачі центрального банку являють собою конкретні функції, які банк повинен виконувати і за виконання яких банк несе відповідальність. Наприклад, в додаток до виконуваної центральним банком ролі провідника грошово-кредитної політики в коло його обов'язків входить емісія грошей або управління міжнародними резервами. У число обов'язків центрального банку входять звичайні функції, які він виконує в якості складової частини всієї фінансової системи. Наприклад, на центральні банки часто покладаються обов'язки щодо забезпечення стабільності фінансової системи за допомогою контролю і регулювання діяльності банків або нагляду за функціонуванням платіжної системи. До основних функцій центрального банку, за які він відповідає в усіх країнах світу і при будь-яких обставинах, відносяться:

1. Монопольна грошова емісія;
2. Регулювання грошового обігу, кредиту та валютного курсу;
3. Виконання функцій кредитора останньої інстанції.

У число додаткових функцій центрального банку, які він виконує не у всіх країнах, входить виконання ролі:

1. Агента уряду при обслуговуванні державного боргу і бюджету;
2. Наглядового органу банківської системи;
3. Керуючого міжнародними резервами.

На практиці центральні банки виконують свої функції шляхом реалізації відповідного монетарного режиму: режим таргетування грошових агрегатів,

таргетування інфляції, таргетування валютного курсу та види монетарної політики – стимулюючу або обмежувальну [80, с. 32; 73, с.14, 47, с.302].

Звідси випливає, що основні завдання центральних банків полягають в тому, щоб залежно від рівня розвитку економіки і стану грошового ринку обрати режим і таку політику, які відповідали б цілям соціально-економічного розвитку країни.

Для цього ЦБ законодавчо наділені високим рівнем політичної, операційної та фінансової незалежності. Це означає, що на рішення, які приймаються центральним банком не повинні впливати ні органи державного управління, ні суб'єкти ринку, ні зацікавлені особи. Однак, не дивлячись на це, принципи незалежності ЦБ часто порушуються, особливо в країнах, що розвиваються, і Україна не виняток. У більшості випадків порушується принцип політичної незалежності, що призводить до зменшення ролі монетарної політики [37, с. 68].

У науковій літературі проглядається обережне відношення до принципу незалежності центральних банків. Як інститути реалізації державної економічної політики вони повинні діяти у співпраці із органами державного управління і проводити відповідну політику в грошово-кредитній сфері. Тому на сьогоднішній день доцільно вести мову не про повну незалежність центрального банку, а лише про певний її рівень, тобто про автономію в системі державного регулювання економіки.

Основою зміщення акцентів з поняття «незалежність» центральних банків на поняття «автономність» є посилення ролі уряду в системі грошово-кредитного регулювання економіки через необхідність попередження системних ризиків, а також ліквідацію наслідків банківських і фінансових криз. Однак, слід зазначити, що послаблення ролі центральних банків шляхом зниження їх політичної та економічної незалежності є небезпечно, адже це може дозволити органам державного управління в процесі реалізації бюджетно-податкової політики домінувати над цілями та завданнями монетарної політики.

До принципів діяльності центрального банку відносяться:

- Вибір номінального якоря грошово-кредитної політики;
- Відповідальність та підзвітність центрального банку перед суспільством;

- Інформаційна відкритість (транспарентність) грошово-кредитної політики.

Центральний банк є носієм грошово-кредитного суверенітету. Концепція грошово-кредитного суверенітету зачіпає відразу кілька областей: економіку, право і політику. Можливо, саме з цієї причини повного визначення суверенітету не існує. Багато авторів вважає, що синонімами монетарного суверенітету є така поняття, як автономія і незалежність.

На сьогоднішній день під монетарним суверенітетом розуміють три права уряду в обличчі центрального банку:

- На монопольний випуск грошей на території своєї країни;
- Плаваючий валютний курс і відсутність зовнішніх грошових зобов'язань або угод;
- Використання різноманітних заходів з регулювання національної фінансової системи, включаючи валютний контроль і контроль над рухом капіталу.

Особливість сучасного етапу монетарного регулювання в більшості країн світу полягає в тому, що залежно від стану економіки, грошового ринку та національних пріоритетів центральні банки самостійно визначають вид і характер грошово-кредитної політики. На сьогоднішній день підходи центральних банків окремих країн світу умовно можна розподілити на три групи: 1) реалізація стимулюючої грошово-кредитної політики з метою протидії дефляції (США, Великобританія, Швейцарія, країни Єврозони, Японія); 2) реалізація поміркованої грошово-кредитної політики (Індія, Китай, Польща); 3) реалізація обмежувальної політики та використання жорстких антиінфляційних заходів у відповідь на зовнішні та внутрішні фінансові шоки.

Зміна ролі та функцій центральних банків в умовах фінансової нестабільності стимулювала використання нестандартних методів та інструментів монетарного регулювання. Так, після кризи 2008-2009 рр. США, Великобританія, Швеція і Японія розпочали використовувати «кількісне пом'якшення».

Однак, на думку багатьох вчених, використання нестандартних методів монетарної політики через суттєве збільшення обсягів грошової маси в країнах, які проводили таке «пом'якшення» (в 2013-2015 рр. в США і в Євразоні темпи

приросту грошових агрегатів суттєво перевищували темпи приросту ВВП), негативно вплинуло на світовий валютний ринок і спровокувало девальвацію національних валют в багатьох країнах, унаслідок чого суттєво зросли темпи інфляції [45, с. 21]. Слід також відмітити, що в умовах фінансової нестабільності можливість використання нестандартних заходів монетарної політики в країнах з ринками, що розвиваються, дуже обмежена, а тому їх головне завдання полягає у забезпеченні стабільності функціонування банківських систем так посиленні механізмів управління інфляцією.

З вищевикладеного випливає, що поняття «незалежності» в теорії не завжди співпадає з практикою, тому варто розглянути положення про незалежність НБУ як інституційної основи ефективної реалізації монетарної політики.

Отже, аналіз чинного законодавства дає змогу стверджувати, що Національний банк України має автономний статус, діє самостійно та не залежить від уряду під час вирішення питань, що належать до компетенції виключно центрального банку. У ст. 53 Закону України «Про Національний банк», що має назву «гарантії невтручання», зазначається, що «не допускається втручання органів законодавчої та виконавчої влади або їх посадових осіб у виконання функцій і повноважень Ради Національного банку чи Правління Національного банку інакше, як в межах, визначених цим Законом» [60].

Деякі вчені дотримуються позиції, що саме через цю норму монетарна та валютна політика Національного банку України є настільки закритою та непрозорою, що недоступна контролю з боку ВРУ, КМУ, контролюючих органів держави, у тому числі Рахункової палати.

Незалежність Національного банку України можна розглядати згідно з аспектом «бюджетної незалежності», що включає в себе два елементи: умови та порядок участі центрального банку у фінансуванні бюджетних видатків, зокрема дефіциту бюджету, а також порядок перерахування прибутку НБУ до державного бюджету [29].

На думку М.В. Сідака, особливу увагу варто приділяти закріпленню принципів діяльності центрального банку в нормативно-правових актах, якими

він керується під час здійснення своєї діяльності [65]. Одним із них є принцип незалежності центрального банку. М. Кроуфорд визначає основні елементи цього принципу:

1. законодавчі гарантії незалежності центрального банку й заборона втручання в його діяльність;
2. спосіб призначення керівника центрального банку;
3. строк повноважень керівника центрального банку;
4. підстави звільнення з обійманих посад керівника та членів найвищого колегіального органу управління центральним банком;
5. включення урядовців до складу органів управління центральним банком і обсяг їхніх повноважень;
6. наявність чи відсутність у центрального банку повноважень щодо прийняття рішень у сфері встановлення ставок рефінансування;
7. порядок унесення змін до норм, які регулюють діяльність центрального банку [76].

М.В. Сідак визначає незалежність центрального банку за такими факторами:

- 1) політична незалежність;
- 2) незалежність від уряду;
- 3) інституційна та функціональна незалежність;
- 4) особиста незалежність членів органів управління центрального банку;
- 5) економічна й фінансова незалежність центрального банку від інших органів державної влади [65].

На нашу думку, доцільно розглянути як трактується незалежність у європейській країнах, оскільки Україна прагне вступити до ЄС. Максимально незалежним вважається Бундесбанк у ФРН, який слугував моделлю створення ЄЦБ. О.П. Орлюк із цього приводу зазначає наступне: «Окреме місце в системі центральних банків європейських країн займає Бундесбанк, який наділений визначально високою мірою незалежності. Закон про Німецький Федеральний банк зобов'язує його сприяти проведенню загальної економічної політики федерального уряду» [52с. 124-136]. Прийняття рішень у галузі монетарної

політики здійснюється ним самостійно без будь-якого впливу збоку. Однак незалежність Бундесбанку має певну специфіку. Закон, що гарантує його незалежність, не має конституційного рангу й тому не може бути змінений відносною більшістю бундестагу. Бундесбанк має право проводити політику стабільності всупереч можливому опоріві уряду лише тоді, коли він може бути впевнений у підтримці населення. Він також залежить від громадського схвалення своєї грошової одиниці [78].

У Франції існують чотири основних статутних положення, які гарантують Банку його незалежність:

1. Банк Франції передусім відповідає за визначення та проведення монетарної політики;
2. Законом передбачено, що Банк Франції визначає і проводить монетарну політику для забезпечення стабільності цін;
3. Незалежність Банку доповнюється колегіальністю: Рада з монетарної політики відповідає за визначення грошово-кредитної політики. Індивідуальна незалежність членів цієї вищої інстанції також гарантується положеннями про їх призначення та строки повноважень;
4. Для забезпечення повної незалежності під час здійснення завдань Ради з монетарної політики закон забороняє його членам запитувати або приймати вказівки від Уряду або будь-якої іншої особи [23].

З огляду на зарубіжний досвід можна зробити висновок, що НБУ необхідно посилити свою незалежність в деяких аспектах, оскільки країни з відносно незалежним центральним банком досягають кращих результатів в економіці, аніж країни із залежним центральним банком. Національний банк повинен мати можливість здійснювати регулювання й нагляд, який є незалежним від директив, інструкцій та інших форм втручання з боку КМУ та інших груп інтересів. Якщо ж оцінити незалежність НБУ, то можна зробити висновок, що акти, які регулюють діяльність НБУ та уряду, ні формально, ні фактично не відповідають критеріям ЄС щодо незалежності центрального банку.

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 1

Дослідження сутності, особливостей вибору цілей та основних концепцій і інструментів монетарної політики держави в умовах ринкового реформування української економіки дозволило зробити ряд висновків:

1. Проведене дослідження науково-методичних підходів вітчизняних і зарубіжних науковців до розуміння сутності грошово-кредитної політики засвідчило існування різноманіття підходів та відсутність усталеного бачення суб'єкта, об'єкта та мети грошово-кредитної політики. У роботі наукові погляди на сутність поняття “грошово-кредитна політика” систематизовано у два підходи: найбільш загальне розуміння грошово-кредитної політики як складової економічної політики та її розуміння як комплексу заходів у сфері грошового обігу і кредитних відносин, і другий - монетарна політика покликана безпосередньо впливати на ліквідність банківської системи і, на ділову активність, тим самим забезпечувати економічне зростання держави.

2. Аналізуючи методологічні підходи, позиції учених двох основних теорій грошей – кейнсіанства та монетаризму – приходимо до таких висновків щодо їх поглядів на особливості використання грошового обігу, ролі грошей в економічних процесах, можливості використання інструментів грошово-кредитної політики в державному втручанні в економіку, а саме: теорія кейнсіанства стверджує, що ринкова економіка є нестійкою системою, що має чимало внутрішніх недоліків, тому держава повинна використовувати різні інструменти регулювання економіки. А теорія монетаризму стверджує, що в довгостроковому періоді гроші залишаються нейтральними стосовно реального ВВП, зайнятості, інвестицій і впливають лише на номінальні значення цих показників. У короткому періоді зміна обсягів грошової пропозиції може спричиняти зміни в реальних показниках, але ефект цей буде короткостроковий.

3. В загальному інструменти монетарної політики поділяють на адміністративні інструменти грошово-кредитної політики, які мають форму директив, інструкцій, постанов центрального банку і спрямовані на обмеження сфери діяльності кредитної установи та ринкові інструменти, які являють собою

сукупність дій та способів впливу центробанку на грошовому ринку шляхом формування певних умов діяльності для кредитних установ. Ринкові інструменти є більш гнучкими та опосередкованими порівняно з інструментами прямого впливу, саме тому спостерігається тенденція переходу центробанків до застосування ринкових інструментів.

4. Зосереджено увагу на головних інструментах монетарної політики – операції на відкритому ринку; встановлення мінімальних обов'язкових резервів для банків; процентна політика; здійснення операцій на валютному ринку та ін. Особливу увагу приділено теоретичному аналізу цілей монетарної політики, зокрема детально розглянуто монетарні режими, які спрямовані на досягнення проміжних цілей, такі як: таргетування валютного курсу, таргетування грошових агрегатів, таргетування інфляції, грошово-кредитна політика без номінального якоря.

5. Головне завдання центральних банків у системі державного регулювання економіки повинно полягати у забезпеченні стабільності грошового обігу і платіжного обороту шляхом регулювання та нагляду за діяльністю фінансово-кредитних інститутів і платіжних систем. Це обумовлено тим, що центральні банки, як інститути реалізації державної політики в монетарній сфері, в процесі прийняття рішень повинні спиратися на загальну економічну стратегію та враховувати стан державних фінансів. А об'єктами монетарної політики є такі елементи грошового ринку, як пропозиція (маса) грошей, ставка процента, валютний курс, рівень інфляції, швидкість грошового обігу та інші.

6. Доведено, що запорукою стабільності банківської системи, згідно з основними засадами здійснення банківської діяльності є незалежність центрального банку, тому на сьогодні особливої уваги набуває політична незалежність Національного банку України. Акти, які регулюють діяльність НБУ та уряду не відповідають світовим критеріям щодо незалежності центрального банку, тому в першу чергу необхідно внести зміни до Закону України «Про Національний банк України» в частині забезпечення його незалежності.

РОЗДІЛ 2

ОСОБЛИВОСТІ РЕАЛІЗАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ НБУ

2.1. Основні етапи розвитку української монетарної системи

Інституційна основа для проведення в Україні грошово-кредитної політики виникла разом зі створенням банківської системи та грошово-кредитного ринку [28]. Становлення грошово-кредитної політики в Україні мало свої етапи.

Перший етап (1991 – 1996 рр.) характеризувався створенням національної грошової системи на основі запровадження в обіг українського карбованця та підготовки до введення в обіг національної валюти. У 1991 р. відповідно до Закону України «Про банки та банківську діяльність», прийнятого Верховною Радою 20 березня 1991 року, було створено незалежну банківську систему України. Згідно з цим законом банківська система України має дворівневу структуру: на першому рівні знаходиться Національний банк, України, а на другому – комерційні банки. В 1991 р. був закладений фундамент для функціонування НБУ як центрального банку України. НБУ на той час не мав власної нормативної бази, тому при здійсненні контролю за діяльністю новостворених комерційних банків користувався нормативними актами колишнього Державного банку СРСР.

У перші роки незалежної України, 1992-1993 рр., монетарна політика здійснювалася спонтанно, це пояснювалося тим, що ні НБУ, ні уряд, ні економічна наука не мали досвіду у здійсненні грошово-кредитної політики в умовах кризи [10, с.12]. З самого початку розроблені Національним банком України у 1992 р. основні напрями грошово-кредитної політики на період до запровадження повноцінної національної валюти передбачали зосередження зусиль Національного банку на стабілізації діючої грошової одиниці та подоланні інфляції. Так, у 1992 р. рівень інфляції перевищив 2000%, а в 1993 р. він досяг гіперінфляційного значення – понад 10000%. Це призвело до різкого зниження економічної активності виробників і життєвого рівня населення. Темпи зростання реального ВВП знизилися з 90,1% у 1992 р. до 77,1% – у 1994 році (див. табл.2.1) [42, с. 54].

Посиленню інфляційних процесів сприяли додаткові вливання грошей в економіку через кредитну систему (надання кредитів окремим галузям, підприємствам на поповнення їх обігових коштів). Монетарна політика цього часу була підпорядкована емісійній підтримці безперспективної економічної системи і мала на меті не допустити її остаточного розвалу й уникнути структурної перебудови. Це було непосильним завданням і, як наслідок, – гіперінфляція 1993 р., а економіка потрапила у так зване замкнене коло, тобто зростання емісії грошової маси посилювало інфляційні очікування, що спричинило ще більше зростання цін та в кінцевому підсумку – падіння обсягів виробництва.

У 1992 році відбулося скорочення реального ВВП до 90,1%, це зумовлено збільшенням грошової маси в обігу більш ніж у 10 разів, але водночас збільшення грошової маси в 1993 році призвело до скорочення реального ВВП до 85,8%. Що стосується індексу споживчих цін, то у 1993 р. він досяг максимальної точки за всі незалежні роки – 10256,0%. На розвиток інфляційних процесів великий вплив мали фактори немонетарного характеру, що безпосередньо не контролюються НБУ. Це відсутність монополізації окремих галузей і підприємств, структурних змін у виробництві, зовнішньоекономічні фактори.

Через жорстку монетарну політику Центрального банку Росії в українського уряду виникла необхідність введення українського карбованця в безготівковий обіг та створення на його основі національної грошової системи України. В 1992 р. через введення Росією розрахунків за взаємні поставки через єдині коррахунки центральних банків республік колишнього СРСР було порушено єдність рублевого простору і виникла потреба проведення Україною першого етапу грошової реформи.

У 1992 році відбулося скорочення реального ВВП до 90,1%, це зумовлено збільшенням грошової маси в обігу більш ніж у 10 разів, але водночас збільшення грошової маси в 1993 році призвело до скорочення реального ВВП до 85,8%.

Таблиця 2.1

Динаміка монетарних та макроекономічних показників в Україні в 1991-2015 рр. (на кінець періоду), % [55]

Рік	Реальний ВВП	Реальна заробітна плата (до попереднього року)	Індекс споживчих цін
1991	91,3	100	390,0
1992	90,1	61,3	2100,0
1993	85,8	48,5	10256,0
1994	77,1	85,4	501,0
1995	87,8	128,1	281,7
1996	90,0	86,2	139,7
1997	97,0	97,6	110,1
1998	98,1	87,1	120,0
1999	99,8	103,4	119,2
2000	105,9	103,6	125,8
2001	109,2	120,4	106,1
2002	105,2	115,6	99,4
2003	109,6	113,8	108,2
2004	112,1	120,8	112,3
2005	102,7	131,5	110,3
2006	107,3	111,7	111,6
2007	107,6	110,3	116,6
2008	107,9	112,5	122,7
2009	85,2	99,0	112,3
2010	104,2	110,5	109,1
2011	105,5	108,7	104,6
2012	100,2	114,4	99,8
2013	103,4	108,2	100,5
2014	93,2	93,5	124,9
2015	82,7	115,2	100,9

Що стосується індексу споживчих цін, то у 1993 р. він досяг максимальної точки за всі незалежні роки – 10256,0%. На розвиток інфляційних процесів великий вплив мали фактори немонетарного характеру, що безпосередньо не контролюються НБУ. Це відсутність монополізації окремих галузей і підприємств, структурних змін у виробництві, зовнішньоекономічні фактори.

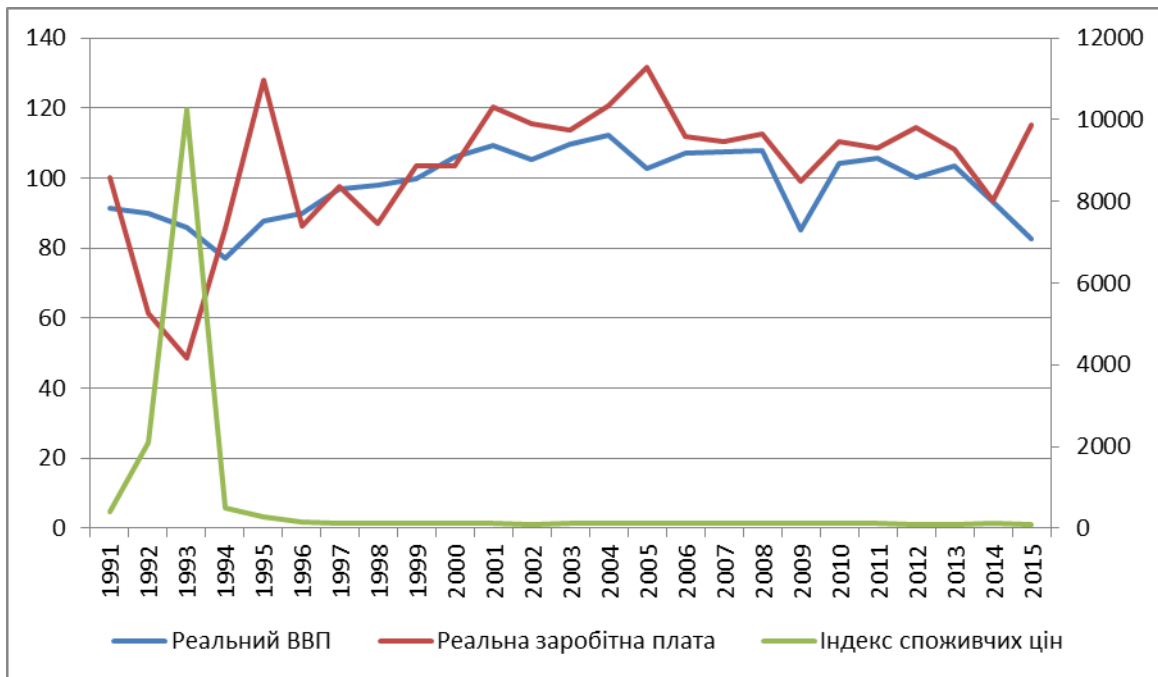


Рис. 2.1. Графічне зображення динаміки ВВП, заробітної плати та інфляції у 1991-2015 рр. (на кінець періоду)

Примітка: Розраховано автором за даними Державної служби статистики України.

Необхідність створення умов для проведення самостійної валютної політики, державного регулювання зовнішньої торгівлі та руху капіталів прискорила припинення функціонування рубля і введення Національним банком з листопада 1992 р. перехідної національної валюти – карбованця (в готівковому обігу – купонів). З цього часу Національний банк міг самостійно регулювати емісію і потоки грошей, повністю і своєчасно задовольняти потреби господарства і населення в грошовій готівці.

Однак мали місце й такі негативні фактори, як відсутність належного юридичного статусу купона (він був створений як паралельна валюта, що обслуговує готівковий обіг), обмеженість сфери його обігу, розрив у часі між введенням купона і українського карбованця, дефіцит товарного забезпечення і посилення інфляційних процесів. Разом із проведенням м'якої монетарної політики, на якій наполягав Уряд, це призвело до знецінення купоно-карбованця щодо рубля та інших іноземних валют.

Національному банку стримати його зниження адміністративним методом за допомогою встановлення офіційного курсу не вдалося через великий попит на

російські рублі порівняно з їх пропозицією. Зазнав суттєвої девальвації протягом 1992 р. курс карбованця щодо вільноконвертованих валют – він знизився майже в шість разів з тих самих причин. На той час Національний банк не мав економічних методів для підтримки свого курсу, оскільки ще не був сформований валютний резерв Національного банку і робота з його створення лише розпочиналася. Навіть наданий кредит у розмірі 40 млрд. рублів у формі операції swap був використаний Урядом України на потреби держави. Кошти ж державного валютного фонду, розміщеного в Державному експортно-імпортному банку, також майже повністю витрачалися на фінансування потреб виробництва. Проводити інтервенції для стабілізації курсу українського карбованця Національному банку не дозволялося.

Валютного ринку, що мав забезпечувати тісний взаємозв'язок між уповноваженими торгівцями валютою, в Україні в 1992 р. практично не було. Банки, як правило, обслуговували клієнтів у межах своїх внутрішніх можливостей, не виходячи на міжбанківський ринок [42, с.56].

Загальний стан економіки у 1993 р. характеризувався спадом виробництва, уповільненням ходу реформ, зменшенням споживання та нагромадження. Настала фінансова криза, яка була пов'язана з ціновими і структурними диспропорціями, проведенням політики підвищення цін і заробітної плати, тобто монетарні напрями були пов'язані з розвитком інфляційних процесів.

В народному господарстві почали збільшуватися фінансові проблеми, у зв'язку із підвищенням в 56 разів цін на імпорту нафту, але їх вирішили шляхом адміністративного підвищення цін на сільськогосподарську продукцію та зростанням обсягів емісійних кредитів в агропромисловий комплекс. В таких умовах ціни зросли майже на 60%.

Протягом 1993 р. НБУ здійснив первинну кредитну емісію в сумі 25 трлн. Крб., притому із загального обсягу коштів на кредитування комерційних банків було затрачено 11,2 трлн. крб., що в 47 разів більше аніж в минулому році. На кінець 1993 року заборгованість за кредитами Уряду у 8 разів перевищувала обсяги попереднього року (13,8 трлн. крб.). Були вжиті заходи щодо стримування

випуску в обіг засобів платежу наприкінці року, в результаті чого темпи зростання цін перевищили темпи зростання випуску платіжних засобів, що свідчить про доцільність дій НБУ в напрямі забезпечення поставлених цілей щодо зниження інфляції.

Протягом 1992-1993 рр. проводилася робота з удосконалення валютного ринку, створилася Українська міжбанківська валютна біржа, яка була одним з елементів валютного ринку. Кількість банків-учасників за півроку зросла з 4 до 22. Також позитивно відобразився пакет декретів Кабінету Міністрів про систему валютного регулювання. Одночасно із заходами НБУ щодо збільшення відсоткової ставки рефінансування і припиненням кредитної емісії – дало змогу стабілізувати курс карбованця за два місяці.

Але на цьому позитивні зміни закінчилися, тому що подальше втручання уряду у роботу валютного ринку призвело до негативних наслідків для економіки, а саме:

- Через рішення Кабміну про обов'язковий продаж за курсом НБУ через Промінвестбанк 50% валютних надходжень для забезпечення розрахунків за енергоносії знизився обсяг продажу валюти на біржі і відповідно піднявся курс іноземних валют до українського карбованця. У зв'язку з цим значних збитків зазнали експортери і були змушені приховувати валютну виручку, в результаті чого валютний ринок звузився.

- У зв'язку з рішенням ВРУ про чергову емісію для покриття потреб сільського господарства відбулося падіння курсу карбованця і загострилося питання про ціну імпортного газу та нафти. Щоб покращити ситуацію уряд запровадив фіксований курс українського карбованця для обов'язкового продажу валюти, потім цей курс поширився і на необов'язковий продаж. Такі дії призвели до припинення роботи біржі і знищення ринкового механізму курсоутворення.

У 1994 році НБУ розпочав проводити рестрикційну монетарну політику, про що свідчить зниження темпів інфляції майже у 20 разів, але тим паче в Україні ще не було умов для виходу з кризи. Така ситуація пов'язана із зниженням виробництва та зменшенням ВВП на 23 % порівняно із 17% у минулому році.

Фінансова криза поширилася і на державні фінанси: для покриття дефіциту Державного бюджету в 1994 р. уряд використав понад 132 трлн. Крб., що і призвело до інфляції.

З середини 1994 р. були введені кредитні аукціони та антиінфляційні заходи, з метою зменшення обсягів грошової маси. Процентні ставки визначалися з урахуванням рівня інфляції та стану грошово-кредитного ринку. За рік процентна ставка змінювалася 5 разів і на кінець року була вищою від середньої ставки комерційних банків.

Ситуація на валютному ринку свідчила про негативний результат від заходів уряду. Фіксований офіційний курс тримався на одному рівні і розрив між ним та ринковим курсом почав створювати загрозову ситуацію для країни, тому НБУ запровадив уніфікований курс карбованця до іноземних валют, який визначався за результатами торгів на УМВБ. З 1994 року грошово-кредитна політика підпорядковувалася цілям макроекономічної стабілізації, в результаті чого рівень інфляції досить істотно знизився.

В період 1995 р. було здійснено ряд важливих реформ: НБУ відмовився від надання кредитів банкам для суб'єктів господарювання, припинив виділення коштів для кредитування на пільгових умовах, відбулася лібералізація цін та торгівлі, а також приватизація дрібних підприємств.

Такі реформи привели до позитивних зрушень в економічній ситуації країни:

1. зменшився спад виробництва – ВВП зменшився на 12,2%, що майже вдвічі менше ніж в минулому році;
2. знизилися темпи зростання оптових цін та інфляції з 501% до 282%;
3. Дефіцит зведеного бюджету не перевищив обумовленого планового розміру.

Також у 1995 році практикувалося покриття частини дефіциту бюджету за рахунок неемісійних джерел – шляхом залучення коштів через реалізацію державних цінних паперів, яких було випущено на 30,4 трлн. крб..

У 1996 році була проведена грошова реформа, головними завданнями якої були: зміна карбованця на гривню; зміна масштабу цін та створення стабільної грошово-кредитної системи.

Впродовж 1996 року уповільнилися темпи зниження виробництва, зменшилася інфляція, стабілізувався курс карбованця до іноземних валют. Завдяки здійсненню НБУ та Уряду протягом 1996 р. політики, спрямованої на стабілізацію економічних процесів, з'явилися передумови для введення постійної грошової одиниці – гривні.

За рахунок впровадження ринкових елементів регулювання економіки таких як: підтримання рівня облікової ставки НБУ та відсоткових ставок за кредитами та депозитами комерційних банків, що створило основу для залучення і зберігання грошей; лібералізація зовнішньоекономічної діяльності, яка забезпечила поліпшення платіжного балансу; перехід на покриття дефіциту державного бюджету переважно шляхом продажу державних цінних паперів, покращилася макроекономічна ситуація в країні.

Одночасно із створенням одного із атрибутів державності – національних грошей – почався новий етап становлення монетарного ринку України та його регулювання за допомогою грошово-кредитних інструментів, які мав на той час Національний банк України.

Другий етап розвитку – це після введення грошової реформи 1996 р. по 1998 р. до фінансової кризи. Він включав в себе – подолання гіперінфляції, підвищення вимог до капіталізації банків та вдале проведення грошової реформи, подальший розвиток фондового ринку державних цінних паперів, які емітували у формі ОВДП та ін..

Використання ОВДП дозволило залучити до фінансування дефіциту бюджету неемісійні кошти. Міністерство фінансів нарощувало масштаби позичання грошей через розміщення ОВДП, їх дохідність була вищою за облікову ставку, це давало можливість погашати та сплачувати дохід вчасно. Розвиток в 1997 р. ринку державних цінних паперів дав змогу обмежити бюджетний дефіцит та грошову експансію. Так, поступово ОВДП перетворилися на основне джерело

фінансування бюджетного дефіциту, через це доходи бюджету зростали дуже повільно.

У 1997 р. відбулося введення валютного коридору – чіткого орієнтиру для учасників зовнішньоекономічної діяльності, дало змогу визначити валютний курс як фінансовий пріоритет у проведенні монетарної політики.

Перша половина 1998 року характеризувалася стійким зростанням ВВП (на 0,2%), стабільним курсом гривні в рамках коридору 1,7 – 1,9 грн./дол. США, обмеженням пропозиції гривні, зокрема, через підвищення облікової ставки і ломбардних ставок, обмеженням спекулятивних операцій нерезидентів, заборонаю уповноваженим банкам купувати валюту за рахунок відкритої валютної позиції та посиленням контролю за дотриманням комерційними банками нормативних документів щодо порядку проведення операцій з іноземною валютою.

Третій етап розпочинається після фінансової кризи 1998 р. та триває до 2000 року. Цей період характеризується переходом на міжнародні стандарти бухгалтерського обліку, запровадження обов'язкового створення банками резервів на покриття ризиків за активними операціями та затвердження нового порядку видачі банкам ліцензії на здійснення операцій.

Протягом 1998 року ВВП України скоротилося на 1,7%, що було найменшим скороченням, порівнюючи з минулими роками. Жорстка грошово-кредитна політика НБУ в цей період сприяла зниженню інфляції з 39,7% у 1996 р. до 10% - у 1997 р і до 2,3 % у 1998 р. До вересня 1998 р. курс гривні до долара США змінювався в межах оголошеного коридору, але фінансова криза примусила іноземних інвесторів припинити вкладення коштів в ОВДП і реалізувати з мінімальним прибутком державні облігації, а отримані кошти конвертувати у валюту та вивезти за кордон України, а це призвело до значної пропозиції ОВДП на вторинному ринку і, як наслідок, до стрімкого падіння їх ціни, одночасно з тим, значно збільшився попит на іноземну валюту на валютному ринку [42, с. 94].

Межі оголошеного валютного коридору були змінені – 1,8 – 2,25 грн./дол. США з подальшим їх розширенням до 2,5-3,5 грн./дол. США, з метою збереження

валютних резервів та створення більш сприятливих умов для експортерів в торгівлі з Росією, оскільки ця країна являлася основним торговим партнером України.

1999 рік – став роком початку стабілізаційних процесів у реальному секторі економіки. Національний банк України продовжував вести монетарну політику стабілізаційного типу, спрямовану на підтримку банківської системи та купівельної спроможності гривні, стабілізації фінансових ринків, що дало змогу забезпечити низький рівень інфляції – 19,2% порівняно з 20% у 1998 р..

У зв'язку з тим, що Національний банк став єдиним покупцем цінних паперів як на первинному, так і на вторинному ринку ОВДП, у червні 1999 року був прийнятий Закон України «Про Національний банк України», згідно якого заборонялася участь НБУ на первинному ринку ОВДП, тому до Державного бюджету України надійшло коштів від розміщення державних облігацій у сумі 3,8 млрд. грн., що вдвічі менше ніж в 1998 році. Через зменшення залучення коштів від продажу ОВДП, починаючи з листопада 1999 р., Міністерство фінансів України зупинило погашення тієї частини державних облігацій, власником якої був НБУ.

Вихід України з кризи дав змогу Національному банку вжити ряд заходів, спрямованих на подальшу лібералізацію валютного ринку. Для проведення операцій на міжбанківському валютному ринку запроваджується режим торговельної сесії, визначається офіційний обмінний курс гривні як середньозважений за операціями з купівлі-продажу на міжбанківському валютному ринку, а коридор коливань курсу гривні був розширений до 3,4–4,6 грн./дол. США. На жаль, літня криза на ринку енергоносіїв вплинула на рівень обмінного курсу через девальваційні очікування та значне зростання цін на паливо [42, с. 96].

Четвертий етап розвитку монетарної політики України розпочався в 2000 р і тривав до 2008 р. Під час цього етапу НБУ ставив перед собою такі завдання:

- перехід до режиму прямого таргетування інфляції;
- підтримка економічного зростання;

- стабільність валютного курсу;
- перехід до нової конвертованості національної валюти [9, с.226-227].

Починаючи з 2000 р., вперше за роки реформування економіки, спостерігаються стійкі ознаки економічного зростання. Відбулося зростання реального ВВП на 5,8%, порівняно з його падінням на 0,4% у минулому році, рівень інфляції в Україні в цей час становив 25,8%, у зв'язку з цим можна зробити висновок, що вплив монетарного чинника на прискорення інфляції не був вирішальним, більш вагомими були невиконання у повному обсязі зобов'язань Уряду перед НБУ, погашення простроченої заборгованості із зарплати та пенсій, виплати заборгованості нерезидентам та ін..

У 2001 р. відбулося зростання реального ВВП на 9,1%, а інфляція досягла безпрецедентно низького рівня (6,1% за рік). Цей рік був роком курсової стабільності, яка стала одним з головних факторів стримання інфляції, економічного зростання та підвищення реальних доходів населення. Обсяг валютних резервів збільшився до 3,1 млрд. дол. США, а ситуація на грошово-кредитному ринку залишалася керованою, і це дало можливість НБУ знижувати шість разів облікову ставку з 27% до 12,5% (див. рис. 2.2).

Після попередніх років зростання 2005 рік характеризувався різким погіршенням умов торгівлі, зменшенням позитивного сальдо торгового балансу, уповільненням зростання ВВП (до 2,6%, порівняно з 12,4% у 2004 р.). За таких умов Національний банк здійснив кілька кроків до більшої гнучкості валютного курсу: – пом'якшив заходи валютного регулювання, зокрема щодо вимоги обов'язкового обміну експортної виручки та положення, яке зобов'язувало нерезидента попередньо розміщувати на депозитному рахунку повну суму за угодою купівлі державних облігацій; – скасував заборону, якою від банків вимагалось здійснювати лише односторонні операції (купівлі або продажу) на валютному ринку протягом одного дня; – дозволив форвардні операції [56, с. 3].

На початку 2006 р. виникла потреба подолання несприятливих тенденцій попереднього року, нівелювання негативного впливу на економіку ситуації на зовнішніх ринках та зростання цін на енергоресурси. Тому грошово-кредитна

політика в цей період спрямовувалась на підтримку позитивних тенденцій в економіці і стабілізацію грошово-кредитного ринку. Збереженню цінової, а також курсової стабільності національної валюти сприяли валютні інтервенції з продажу іноземної валюти на міжбанківському ринку обсягом 2,1 млрд. дол. США. До серпня 2006 року спостерігалась тенденція до зниження інфляційного тиску. Активно проводилась політика щодо відновлення і збільшення обсягів валютних резервів. На кінець 2006 р. їх обсяг зріс до 22 млрд. дол. США [62].

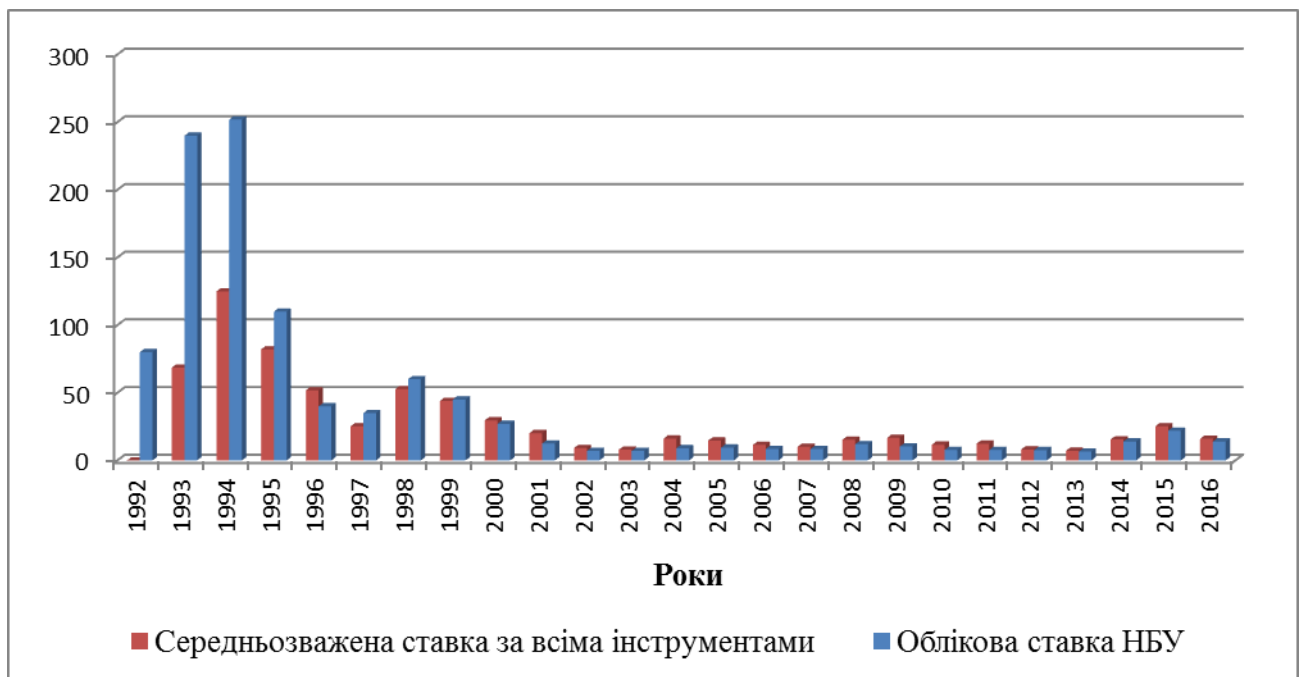


Рис.2.2. Динаміка зміни облікової ставки НБУ та середньозваженої ставки з період 1992 – 2016 рр.

Примітка: розраховано автором за даними НБУ.

2007 рік характеризувався збільшенням грошової пропозиції понад прогнозний рівень, що було викликано значним збільшенням соціально спрямованих видатків (за підсумками 2007 р. грошова маса зросла на 51,7% до 396 млрд. грн.). У відповідь на це Національний банк зважено застосовував рестрикційні заходи (було збільшено базу для розрахунку обов'язкових резервів за рахунок включення до зобов'язань, які підлягають обов'язковому резервуванню коштів, залучених від банків-нерезидентів та фінансових організацій-нерезидентів). Розмір процентних ставок за активними операціями Національного банку України підтримувався на позитивному рівні щодо рівня

інфляції. Проводилась робота по залученню коштів банків, в тому числі за депозитними сертифікатами [62].

Протягом четвертого етапу НБУ не вдалося досягнути всіх поставлених цілей.

П'ятий етап тривав від вересня 2008 року і закінчився в 2013 році. Цей етап характеризується:

- дозволом видачі валютних кредитів населенню, який призвів до підвищення валютних ризиків;
- суттєвим збільшенням частки іноземного капіталу у банківській системі;
- прийняттям ряду антикризових законів та постанов щодо регулювання діяльності банків у період фінансової нестабільності;
- запровадженням мораторію на дострокове зняття депозитів;

Цей етап характеризувався світовою фінансово-економічною кризою, яка набула розвитку в Україні в жовтні 2008 року. В результаті цієї кризи відбулося зменшення припливу валютних ресурсів в країну, що обумовило різке зниження курсу гривні та стрімке зростання ІСЦ на 10, 7% (в порівнянні з 2006 роком). Кризові явища вплинули на зниження прибутковості банківської системи, відбулося різке зменшення темпів приросту ресурсної бази банків, яке пов'язане зі зниженням обсягів депозитів, зниженням рівня кредитування, а також підвищенням обсягу проблемних кредитів.

У цей період виникла проблема із необхідністю стримувати нарощення споживчих кредитів, а також підтримувати ліквідність комерційних банків. Національний банк України вживав активні заходи щодо стабілізації ситуації в монетарній сфері, зокрема: стримував споживче кредитування, підвищував процентні ставки, обмежував темпи приросту монетарної бази та підвищення курсу національної валюти.

Після запровадження вимоги до НБУ щодо обов'язкового викупу державних облігацій за їх номінальною вартістю протягом трьох днів з дня надходження пропозиції від банків у 2009 році відбулося повернення до фіскальної монетарної політики, що було негативним явищем для економіки країни. Окрім того, була

поставлена вимога щодо узгодження з Урядом політики рефінансування, яка створювала умови для можливостей політичного тиску на НБУ та «ручного» втручання Уряду в монетарну політику НБУ, що обмежувало його незалежність і суперечило нормам.

Подальша реалізація грошово-кредитної політики України відбувалася в надзвичайно складних умовах. Для зовнішнього середовища в 2010-2013 рр. характерним була після кризова рецесія світової економіки. За оцінками МВФ, у 2011 році приріст світового ВВП знизився до 3,8% після прискорення до 5,2% у 2010 році. Найбільш суттєве уповільнення світової економіки спостерігалось у кінці 2011 року в наслідок відчутного погіршення економічної динаміки розвинених країн, що позначилося на зниженні темпів приросту світової торгівлі до 6%. Ця негативна тенденція зберігалася протягом 2012 року. Внаслідок стагнації економік розвинутих країн і уповільнення темпів економічного зростання країн, що розвиваються, темп приросту світового ВВП у 2012 році становив 3,2 %. Зниження світової економічної активності призвело до подальшого уповільнення динаміки світової торгівлі, темп приросту якої становив всього 2,5%, і так тримався в 2013 році [63].

В Україні темп приросту реального ВВП у 2012 році становив 0,2% в порівнянні з 5,2 % в 2011 році, а в 2013 році цей показник становив 0%, це зумовлено зниженням попиту і ціни на традиційну експортну продукцію України. У період 2010 – 2013 рр. монетарна політика НБУ була направлена на зниження базової інфляції. Так, у 2011 році інфляція становила 6,9 % (для порівняння в 2010 р. цей показник становив 7,9%). Також була присутність стабільності курсу гривні до долара США, що стримувало інфляційний тиск. В два роки зберігалася тенденція до уповільнення базової інфляції – до 0,8% у 2012 р. та 0,1% у 2013 р [43].

В цей період НБУ почав реалізовувати більш жорстку монетарну політику: посилював вимоги до формування банками обов'язкових резервів, оптимізовано нормативи обов'язкового резервування в напрямку створення більш альтернативних умов залучення банками довгострокових коштів, регулярно

проводив операції з мобілізації коштів банків. НБУ знизив облікову ставку (у 2013 році вона знизилася на 1,1% в порівнянні з 2012 р. і становила 6,5%) та кілька разів знижував ставки за активними операціями. За рахунок стимулюючих заходів НБУ на монетарному ринку була тенденція до зниження вартості кредитних ресурсів: середньозважена відсоткова ставка за кредитами в національній валюті знизилася у 2012 році до 5,8%. Але незважаючи на всі негаразди НБУ вдалося забезпечити виконання однієї з основних функцій – забезпечення стабільності грошової одиниці України.

Шостий етап розпочався в листопаді 2013 року і триває по сьогоднішній день. Негативні наслідки попередніх етапів та поширення негативних очікувань через суспільно-політичні події та військовий конфлікт на Сході призвели до загострення ситуації у монетарній сфері, що призвело до політично-економічної кризи в країні, це зумовило необхідність у більш тривалому застосуванні антикризових заходів, спрямованих на підтримку банківської системи.

За 2014 рік відбулось падіння реального ВВП (-6,8%), відбулась девальвація гривні майже в два рази, ІСЦ становив 24,9%, зменшились золотовалютні запаси, які знаходяться в розпорядженні НБУ, відбувся відтік капіталу з країни та депозитів з банківської системи (57,9 млрд. грн.). Національним банком було запроваджено перехід до системи гнучкого обмінного курсу, підвищення адміністративно-регульованих цін та тарифів.

У 2015 році НБУ продовжував проводити жорстку монетарну політику, яка була спрямована на зниження інфляції після досягнення нею пікових значень навесні. Але вже на відміну від попередніх періодів, в цьому періоді НБУ використовує режим інфляційного таргетування, до якого і прагнув перейти ще з 2000 року. За цього режиму НБУ передбачає поступове зниження інфляції в Україні до рівнів, сумісних із ціновою стабільністю. У середньостроковій перспективі передбачено встановлення інфляції на рівні 5%. НБУ в основних засадах грошово-кредитної політики на 2016-2020 рр. встановлює такі планові показники інфляції: на 2016 рік – 12 % +/- 3 п.п. , на 2017 рік – 8% +/- 2 п.п., 2018 рік – 6% +/- 2 п.п., 2019 рік – 5% +/- 1 п.п..

Одним із важливих напрямів монетарної політики на 2016-2020 рр. є необхідність зростання золотовалютних резервів. Станом на 01.01.2017 р. їх рівень є досить низьким і становить 15, 54 млрд. доларів США. Протягом 2016 року резерви зростали не дивлячись на те, що в цей період необхідно було здійснювати платежі з погашення державного боргу, але їх зростання відбувалось в основному за рахунок позик від Міжнародного банку реконструкції та розвитку.

З 22 квітня 2016 року НБУ знизив облікову ставку з 22% до 19%, а згодом взагалі до 14%. За даними Національного банку це стало можливим завдяки послабленню ризиків для цінової стабільності. Зниження облікової ставки є позитивним явищем, оскільки вона є одним із головних орієнтирів монетарного ринку. Від її величини залежить вартість залучення та розміщення ресурсів банками та іншими суб'єктами ринку.

Отже, проаналізувавши етапи становлення та розвитку монетарної політики, можна зробити висновок, що вона мала як періоди злетів так і падінь. Це свідчить про нестабільність грошово-кредитної системи і економічної ситуації в країні загалом. Основними проблемами в реалізації монетарної політики України є: високі темпи інфляції, доларизація економіки, нестабільність валютного курсу, низький рівень золотовалютних резервів, зростання державного боргу, ріст неплатоспроможних банків та їх ліквідація та інші.

2.2. Кореляційно-регресивний аналіз основних показників монетарної сфери економіки України за 2004-2016 рр.

На сьогоднішній день в умовах становлення нових економічних відносин в Україні, формування та розвитку банківської, валютної та інших систем, подолання наслідків світової фінансово-економічної кризи та інтеграційних і глобалізаційних процесів, виникає важливе питання: «Як реагує центральний банк на всі загрози, які виникають з боку цих процесів, в Україні?»

Для кращого розуміння дій центрального банку та специфіки монетарної політики необхідно заглибитися у історичні аспекти становлення банківської системи у незалежній Україні. Цей період можна поділити умовно на декілька етапів, які наведені в попередньому підрозділі.

Починаючи з 2000 року НБУ проголосив режим керованого плаваючого обмінного курсу, який в принципі функціонує по сьогоднішній день, однак можна сказати, що з самого початку проголошення цей режим був жорсткою прив'язкою національної валюти до долара США із коридором коливань у 1%.

Центральні банки висвітлюють свою офіційну позицію щодо режиму монетарної та валютної політики в документі, який в Україні називається «Основні засади грошово-кредитної політики», які оприлюднюються з 2002 року. Вже у 2002 році НБУ проголосив намір щодо поступового створення умов, необхідних для переходу в перспективі до прямого таргетування інфляції, де-факто з 1997 року і частково до сьогоднішнього дня в Україні діє монетарний режим – таргетування валютного курсу. Зробивши аналіз засад грошово-кредитної політики щодо вибору позиції НБУ в частині визначення монетарного режиму з 2002-2016 рр. (див. додаток В), можна зробити висновок, що оприлюднений намір щодо переходу до режиму таргетування інфляції НБУ прямо підтверджував в Основних засадах грошово-кредитної політики у 2004-2006 рр. У 2007 р. НБУ змінив назву монетарного режиму з «таргетування інфляції» на «режим, що базується на ціновій стабільності». В 2013 р. було вперше офіційно зазначено, що «реалізація грошово-кредитної політики в 2013 та подальших роках здійснюватиметься на засадах використання основних елементів монетарного режиму, що базується на ціновій стабільності» [53]. Таким чином, перехідний період до нового монетарного режиму тривав 11 років. Однак, чи було відображено це в практичній діяльності НБУ, а не тільки в Основних засадах грошово-кредитної політики?

Для відповіді на дане запитання проведемо кореляційний аналіз інструментів монетарної політики та індикаторів грошового ринку.

Так, з метою більш ґрунтовного аналізу впливу монетарних індикаторів на макроекономічні показники, вважаємо за потрібне виокремити таких чотири етапи як: 1) докризовий період (з 01.01.2004 до 01.01.2008 рр.); 2) період кризи з 01.01.2008 до 01.01.2010 рр.; 3) період пожвавлення економіки (01.01.2010 до 10.01.2014 рр.); 4) період кризи 2014-2016 рр.

Аналізуючи динаміку курсу гривні по відношенні до долара США та динаміку індексу споживчих цін, можна стверджувати, що впродовж останніх десяти років НБУ дотримувався монетарного режиму таргетування валютного курсу, адже в більшості періодів, курс гривні по відношенню до долара США, на відміну від індексу споживчих цін, був стабільним та мав фіксоване значення (див. рис.2.3).

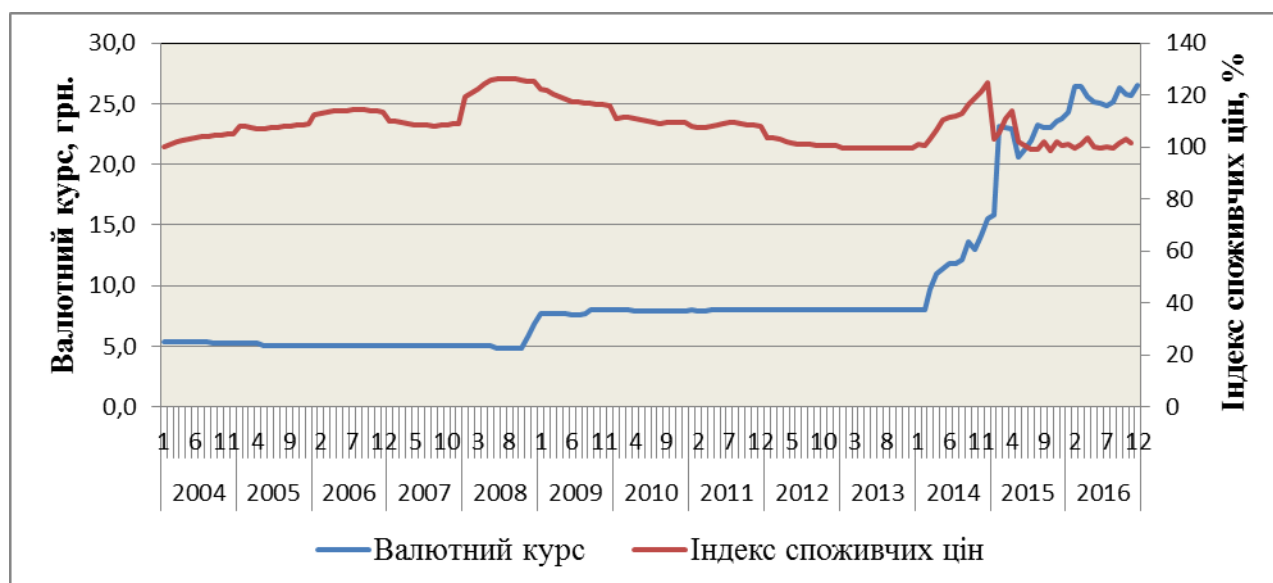


Рис.2.3. Динаміка валютного курсу та ІСЦ в період 2004-2016 рр.

Примітка: розраховано автором за даними НБУ.

Провівши кореляційний аналіз впливу валютного курсу на індекс споживчих цін з урахуванням часових лагів (табл. 2.2), можна зробити висновок, що при стабільному курсі гривні (тобто, кореляція є від'ємною) інфляція знижується, а в кризовий період, зокрема 2014 року, при девальвації гривні – інфляція зростає.

Як видно з таблиці 2.2, кореляційний зв'язок динаміки валютного курсу та індексу споживчих цін, є досить суттєвим, що відображає високу залежність ІСЦ від валютного курсу.

Так, в до кризовий період вплив валютного курсу на ІСЦ є досить суттєвим в нульовому періоді, а потім з кожним наступним місяцем кореляція зменшується, тобто часовий лаг впливу валютного курсу на ІСЦ становить 1 місяць. Можна сказати, що в докризовий період в Україні, при стабільному валютному курсі інфляція зменшувалась, що і продемонстровано в додатку Д.

Таблиця 2.2

Коефіцієнти кореляції між валютним курсом та індексом споживчих цін

Період (роки)	0 період	1 місяць	2 місяць	3 місяць
	0	1	2	3
Докризовий (2004-2007)	-0,7754	-0,7686	-0,7624	-0,7578
Криза (2008-2009)	-0,7983	-0,90005	-0,95658	-0,96002
Пожвавлення (2010-2013)	-0,6572	-0,6710	-0,6811	-0,6922
Криза (2014-2016)	-0,4982	-0,5616	-0,6649	-0,7655

Примітка: розраховано автором за даними НБУ.

Що стосується кризи 2008-2009 рр., то в даний період залишився тісний зв'язок кореляції між динамікою курсу гривні та інфляції. Так, на початку 2008 року спостерігалось збільшення інфляції при ревальваційних тенденціях динаміки курсу гривні (що є дещо парадоксальним), однак в даному випадку однією із основних причин інфляції може бути «кредитний бум», який спровокував зростання гривневої грошової маси, а отже і зменшення внутрішньої вартості гривні – знецінення грошей. З іншого боку «кредитний бум» можна розглядати як одну із причин впливу на курс гривні, адже зростання грошової маси автоматично призводить до зростання попиту на іноземну валюту, а отже створює девальваційний тиск на національну грошову одиницю. Пізніше, девальвація гривні призвела до короткострокового зростання інфляції, а після стабілізації курсу гривні інфляційні тенденції знизилися.

В період поживлення економічного зростання кореляційний зв'язок між валютним курсом і інфляцією слабшає, що свідчить про стабілізацію курсу гривні та появи інших немонетарних чинників інфляції.

2014-2016 рр. – період військово-політичної та економічної кризи - девальвація курсу гривні має чіткий вплив на інфляцію, що і підтверджується тісним кореляційним зв'язком, тобто внаслідок зростання валютного курсу відбувається зростання інфляції, що зображено в додатку Е.

Розглянувши вплив валютного курсу, як інструмента грошово-кредитної політики, на інфляцію можна зробити висновок, що між ними не завжди спостерігається тісна кореляція, однак кореляційний зв'язок між валютним курсом та індексом споживчих цін є достатньо великий (табл.2.2).

Що ж стосується іншого монетарного індикатора – грошової маси, то її вплив на індекс споживчих цін є досить низьким, для більш наочного підтвердження нашої гіпотези проведемо кореляційний аналіз впливу грошової маси на рівень інфляції (ІСЦ) (див. додаток Ж, К).

Таблиця 2.3

Коефіцієнти кореляції між грошовою масою та індексом споживчих цін

Період (роки)	0 період	1 місяць	2 місяць	3 місяць
	0	1	2	3
Докризовий (2004-2007)	0,5218	0,5068	0,4880	0,4689
Криза (2008-2009)	0,0081	-0,1664	-0,3520	-0,5184
Пожвавлення (2010-2013)	-0,9081	-0,9058	-0,8945	-0,8872
Криза (2014-2016)	-0,2794	-0,1140	-0,0287	-0,0804

Примітка: розраховано автором за даними НБУ.

Як бачимо з таблиці 2.3, в докризовий період зростання грошової маси мало помірний вплив на зростання інфляції, а в період кризи 2008-2009 років динаміка грошової маси в нульовому періоді та в період з часовим лагом в 1 місяць мала досить слабкий зв'язок, що відображено на рис. 2.4.. В період поживлення економіки, зменшення рівня інфляції відбувалося як за рахунок стабілізації курсу гривні, так і за рахунок помірних темпів зростання грошової маси. Що ж стосується кризи 2014 - 2016 року, то тут мав місце вплив на грошову масу, що було спровоковано зростанням суми кредитів рефінансування НБУ комерційним банкам.

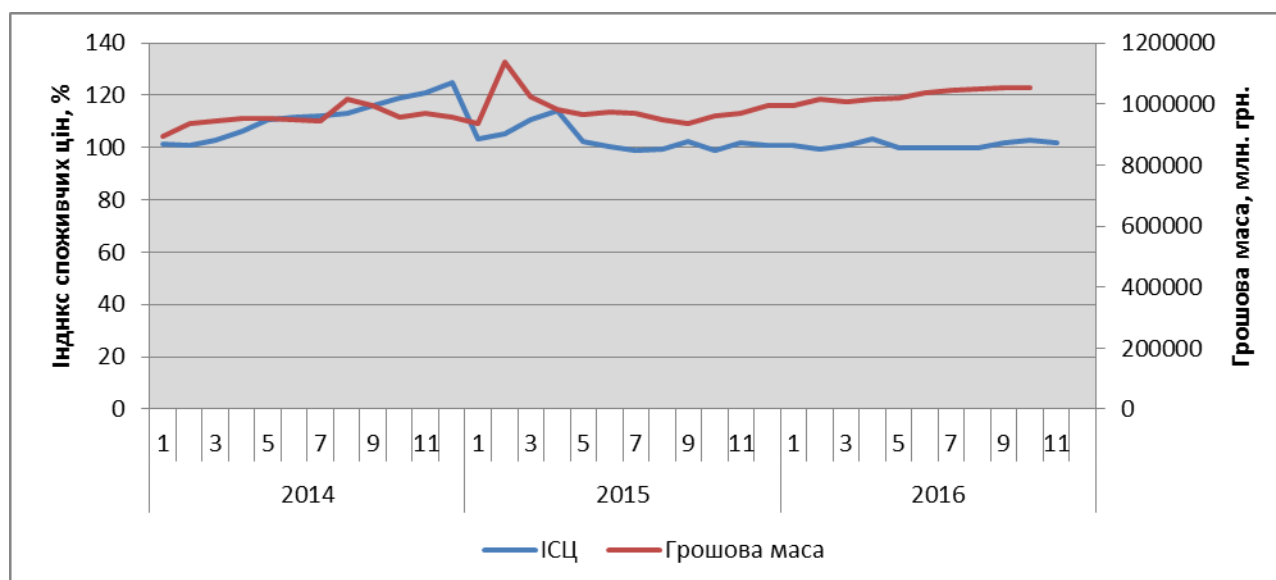


Рис.2.4. Динаміка валютного курсу та грошової маси в період кризи 2014-2016 рр.

Примітка: розраховано автором за даними НБУ.

Таким чином, враховуючи те, що рівень грошової маси порівняно з валютним курсом має менший вплив на інфляцію, можна зробити висновок, що НБУ не може ефективно застосувати облікову ставку та норму обов'язкового резервування для впливу на інфляцію, а отже і перейти до режиму таргетування інфляції. Така ситуація вкотре підтверджує про доцільність монетарного режиму таргетування валютного курсу, а тим більше в умовах військових дій, коли є багато немонетарних чинників інфляції, а зокрема видатки на оборону, соціальні видатки з Державного бюджету, тіньова економіка, сальдо платіжного балансу та інші.

З іншої сторони, грошова маса та один із чинників її формування – кредити рефінансування, мають досить суттєвий вплив на величину валютного курсу, який в кінцевому підсумку впливає на інфляційні тенденції.

Однак, детально проаналізувати вплив кредитів рефінансування на зростання валютного курсу не можна, оскільки кредити рефінансування здебільшого надаються найбільшим банкам, які, очевидно, використовують дані кошти для спекулятивних операцій на валютному ринку і, в силу свого статусу та величини, можуть спровокувати зростання валютного курсу. На наш погляд, саме за такої

ситуації кореляційний аналіз показує помірний зв'язок між динамікою кредитів рефінансування та динамікою валютного курсу (див. табл. 2.4).

Таблиця 2.4

Коефіцієнти кореляції між кредитами рефінансування та валютним курсом

Період (роки)	0 період	1 місяць	2 місяць	3 місяць
	0	1	2	3
Докризовий (2004-2007)	0,1130	0,1310	0,1490	0,1634
Криза (2008-2009)	-0,2325	-0,0111	0,1536	0,2172
Пожвавлення (2010-2013)	0,4723	0,5355	0,5275	0,5084
Криза (2014-2016)	-0,3050	-0,2998	-0,3427	-0,3308

Примітка: розраховано автором за даними НБУ.

Оскільки надання кредитів рефінансування є нічим іншим, як кредитною емісією, що призводить до зростання грошової маси, рівень якої має вплив на валютний курс (див. табл. 2.5).

Аналізуючи дані таблиці 2.5., бачимо, що обсяг грошової маси має більш суттєвий вплив на валютний курс, ніж кредити рефінансування. Зростання обсягу гривневої грошової маси призводить до зменшення, в процентному співвідношенні, обсягу іноземної валюти, а отже призводить до її подорожчання.

Таким чином, аналізуючи монетарну політику впродовж останніх десяти років, можна стверджувати, що де-факто в Україні діяв монетарний режим таргетування валютного курсу, оскільки НБУ встановлював його фіксоване значення, та шляхом валютних інтервенцій і адміністративних заходів намагався забезпечити його стабільність. Шляхом забезпечення стабільного курсу досягалися стратегічні цілі монетарної політики, зокрема зростання зайнятості, збалансування платіжного балансу, зростання виробництва, забезпечення стабільності цін.

Таблиця 2.5

Коефіцієнти кореляції між обсягом грошової маси та валютним курсом

Період (роки)	0 період	1 місяць	2 місяць	3 місяць
	0	1	2	3
Докризий (2004-2007)	-0,7304	-0,7271	-0,7166	-0,7016
Криза (2008-2009)	0,4865	0,5724	0,6514	0,7353
Пожвавлення (2010-2013)	0,6348	0,6853	0,7624	0,8329
Криза (2014-2016)	0,5865	0,4647	0,4125	0,3837

Примітка: розраховано автором за даними НБУ.

Таким чином, аналізуючи монетарну політику впродовж останніх десяти років, можна стверджувати, що де-факто в Україні діяв монетарний режим таргетування валютного курсу, оскільки НБУ встановлював його фіксоване значення, та шляхом валютних інтервенцій і адміністративних заходів намагався забезпечити його стабільність. Шляхом забезпечення стабільного курсу досягалися стратегічні цілі монетарної політики, зокрема зростання зайнятості, збалансування платіжного балансу, зростання виробництва, забезпечення стабільності цін.

Що ж стосується монетарного режиму – таргетування інфляції, його доцільності застосування в Україні, то необхідно розглянути механізм формування інфляційних тенденцій, який включає в себе три канали: валютний, емісійний, бюджетний (див. рис. 2.5.)

В умовах імпортозалежної економіки України вплив валютного каналу на формування цін є досить значним, адже більшу частину імпорту складають енергоносії, вартість яких номінується в іноземній валюті (в переважній більшості у доларах США), а відповідно вартість енергоносіїв включається у собівартість практично всіх товарів, які виготовляються в країні, а також в собівартість багатьох послуг. Відтак, швидка девальвація національної валюти призводить до зростання цін на імпортну продукцію та вітчизняні товари і послуги де є імпортні складники.

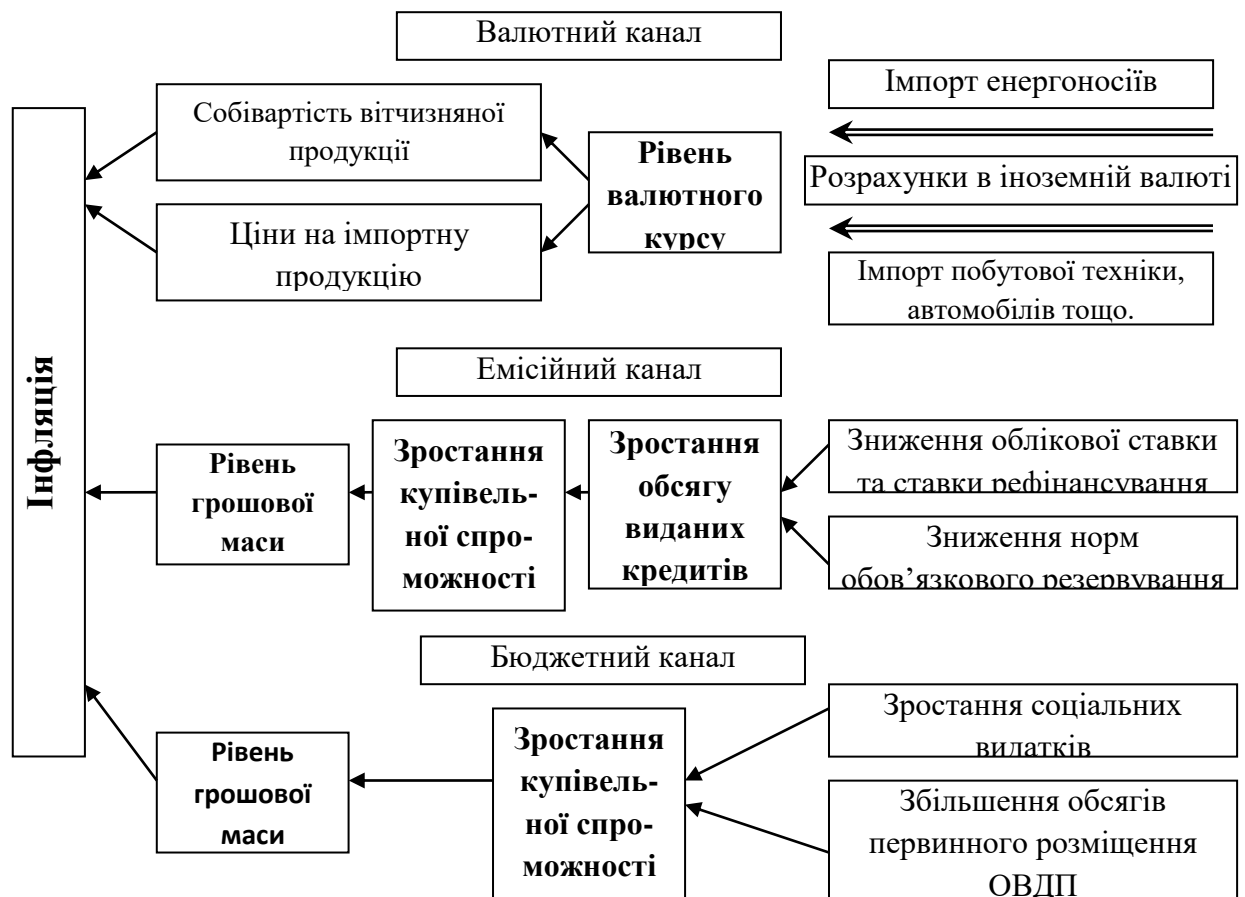


Рис. 2.5. Механізм формування інфляційних тенденцій

Примітка: власна розробка автора.

Що ж стосується емісійного каналу то його дія проявляється через зниження облікової ставки НБУ (01.2016 р. – 22,0%; 12.2016 р. – 14%) та ставки рефінансування (01.2016 р. – 24,0%; 11.2016 р. – 16,0%), що в результаті приводить до зростання обсягу наданих кредитів, збільшується рівень грошової маси і, як наслідок, зростає інфляція.

Практично весь період незалежності України характеризувався недосконалим бюджетним процесом, особливо у видатковій частині. Так, практично перед всіма виборами народних депутатів чи Президента необґрунтовано зростали соціальні видатки, які призводили до зростання інфляції. Окрім цього, в 90-х роках надавалися прямі кредити Уряду з боку НБУ, а в 2000-х роках надавалися приховані кредити через купівлю Національним банком в Уряді облігацій внутрішньої державної позики, кошти від реалізації яких використовувалися для фінансування Державного бюджету.

Проаналізувавши механізм інфляційних тенденцій можемо стверджувати про доцільність впровадження інфляційного таргетування, тільки в тому випадку, коли в Україні буде проведена політика імпортозаміщення, що зменшить вплив валютного курсу на інфляцію, зменшиться кількість немонетарних факторів впливу на інфляцію, а також збільшиться внутрішнє виробництво і зросте внутрішній попит на ринках. Ще однією умовою впровадження цього режиму є забезпечення позитивного інвестиційного та ділового клімату, зменшення кількості монополій тощо. За інших умов, перехід до режиму таргетування інфляції буде не дієвим в плані досягнення стратегічних цілей монетарної та макроекономічної політики.

В частині досягнення стратегічних цілей монетарної політики Національного банку України, потрібно досягти, в першу чергу, узгодженості дій Уряду та центрального банку, адже саме спільне бачення макроекономічного розвитку держави сприятиме впровадженню ефективних макроекономічних заходів. Так зокрема, задля забезпечення стабільності національної грошової одиниці Національному банку України необхідно оперативнo регулювати на коливання курсу шляхом проведення валютних інтервенцій, а з іншого боку вживати жорстких і зрозумілих санкцій до банків, які використовують кошти рефінансування (надані для підтримки ліквідності та кредитування реального сектору) для спекулятивних операцій на валютному ринку. Необхідно швидко реагувати на спекулятивні дії банків шляхом позбавлення їх ліцензій на виконання валютних операцій та накладення суттєвих штрафів. З боку Уряду необхідною є розробка державних програм розвитку економіки, перед усім реального сектору. Такі програми повинні передбачати спільну участь НБУ та Уряду у забезпеченні розвитку економіки шляхом надання пільгових кредитів рефінансування та зменшення податкового навантаження і створення позитивного інвестиційного і ділового клімату.

Щодо забезпечення високого рівня ліквідності та платоспроможності банківської системи, на наш погляд, основним завданням Національного банку є побудова ефективної стратегії розвитку банківської системи та створення дієвої

системи індикаторів спрямованих на передбачення і виявлення кризових явищ в економіці загалом і в банківській системі зокрема.

2.3. Монетарна політика як засіб забезпечення макрофінансової стабільності

Банківська криза останнім часом є досить частим явищем в світі і Україна не стала винятком. Так, 2014 – 2015 рр. є одними із найважчих в історії становлення банківської та монетарної системи України. Ці роки запам'яталися тим, що «банківський ринок перебуває у трансї від курсового стрибка, втрати активів у Криму та зоні АТО (втрата більше 15% активів та пасивів банків), падіння кредитоспроможності клієнтів, масового скорочення персоналу і продовження серії дефолтів фінансових установ» [30].

Для того, щоб робити висновки чи перебуває банківська система України в стані кризи необхідно з'ясувати, що таке «криза» (див. додаток М) та причини її виникнення.

Поняття «криза» походить від грецького слова «krisis», що в перекладі означає рішення, поворотний пункт, результат, важкий перехідний стан. Криза як економічна категорія, є фактичним станом нестійкого функціонування системи, в якому може опинитися будь-яка з її підсистем [8, с. 10].

У науковій літературі зустрічаються такі поняття як «банківська криза» та «системна банківська криза». У вітчизняних науковців різниця між цими поняття полягає в тому, що банківська криза – це криза, яка охоплює окремий банк (мікрорівень), а системна банківська криза – криза, яка охоплює банківську систему загалом (макрорівень). А у зарубіжних науковців ці поняття тотожні. Тому, на нашу думку, банківська криза – це такий стан банківської системи за якого частина банків не в змозі виконувати свої функції, що призводить до закриття, об'єднання або поглинання.

Причинами виникнення банківських криз, на думку Р. Дутагупта і П. Касіана, є наступні:

- Макроекономічна нестабільність;
- Низький рівень прибутковості;

- Високий рівень валютного ризику
- Низький рівень ліквідності [77].

А на думку вітчизняного науковця В. Міщенко банківські кризи характеризуються такими ознаками:

- ✓ Зниження ліквідності та платоспроможності банків;
- ✓ Невиконання банками своїх зобов'язань перед вкладниками та кредиторами;
- ✓ Банкрутство значної кількості банків;
- ✓ Погіршення якості активів, збільшення частки проблемних кредитів [34, с. 65].)

На нашу думку, причини, які зумовили банківську кризу в Україні в 2014-2015 рр. можна класифікувати на політичні, економічні та соціальні (див табл. 2.6.).

Розглядаючи причини банківських криз необхідно згадати, що останній рік для України був дуже важким. Понад тридцять банків збанкрутували або знаходяться на стадії ліквідації. Серед них такі фінансові установи, як Дельта Банк, Надра Банк, Банк «Хрещатик», Банк «Михайлівський» та інші. За даними офіційного сайту НБУ станом на кінець 2016 року в Україні залишалося 98 діючих банків, що на 18,3 % менше в порівнянні з 2015 р. (120 банків), на 26,4% менше відносно 2014 року (163 банки), на 33.3% менше відносно 2013 року (180 банків).

Банківська криза негативно позначилася й на макроекономіці країни. Головними макроекономічними проблемами в Україні є: високий рівень безробіття, низький ВВП та гіперінфляція.

Таблиця 2.6

Причини, які зумовили банківську кризу в 2014-2015 рр.

№з/п	Причини		
	Політичні	Економічні	Соціальні
1.	Незлагоджена робота політичних сил під час розроблення та прийняття важливих законодавчих актів та документів.	Зростання дефіциту бюджету та державного боргу	Втрата населенням довіри до Уряду та банківської системи, орієнтирів і відсутність нових.
2.	Втрата АРК та воєнний конфлікт на Сході країни	Від'ємне сальдо торговельного балансу	Зрощення влади та бізнесу, результатом чого є приймання рішення у власних інтересах
3.	Вибір керівництва органів влади виключно правлячим Урядом	Скорочення іноземних інвестицій та падіння інвестиційних рейтингів України	Соціальна несправедливість, значне розшарування населення.
4.	Централізація коштів та влади	Нестабільність на валютному ринку та його спекулятивний характер	
5.	Часта зміна законодавства у власних вигідних цілях провладної більшості	Скорочення золотовалютних резервів НБУ	
6.	Невизначеність з міжнародними відносинами	Прискорене зростання монетарних агрегатів	
7.		Відплив капіталу	
8.		Девальвація гривні	

Рівень безробіття в 2015 році за даними Державної служби статистики України, досягнув майже 10 %. Розглянемо динаміку безробіття та середньомісячної заробітної плати в Україні за останні п'ять років (див. рис. 2.6.)

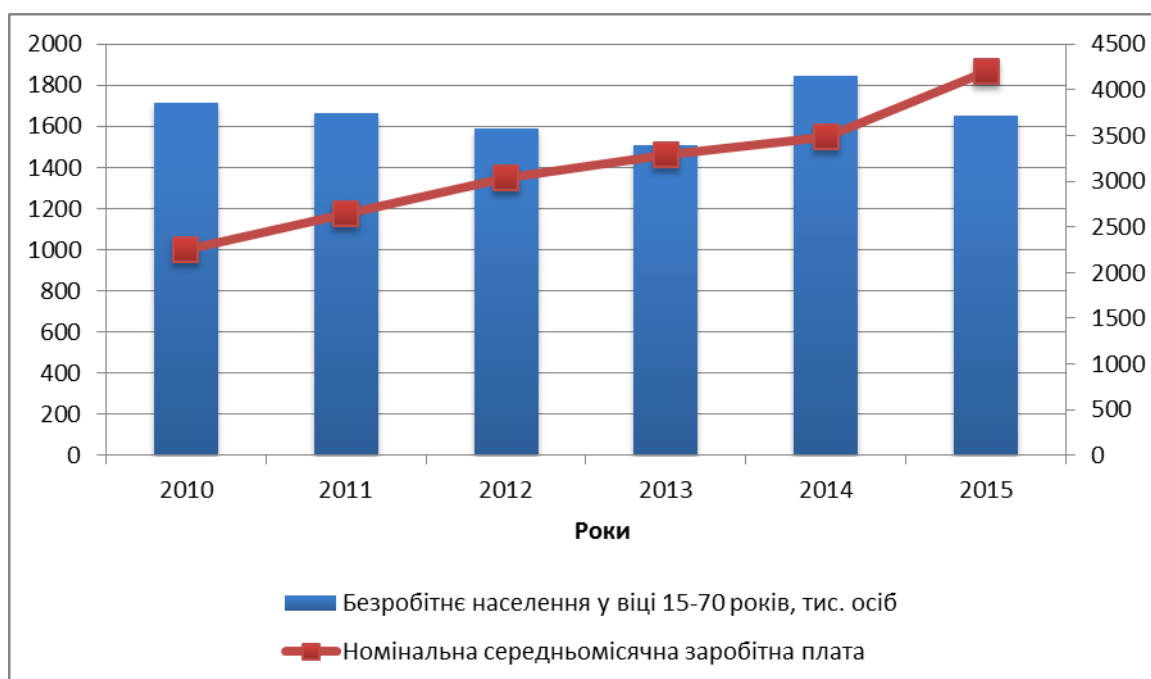


Рис. 2.6. Динаміка безробіття та середньомісячної номінальної заробітної плати за 2010-2015 рр.

Примітка: розраховано автором за даними Державної служби статистики України.

Також банківська криза негативно позначилась на результатах фінансової діяльності банків (див. додаток Н). За даними додатку Н, активи банків у 2016 році знизилися на 12 000 млн. грн. (або 0,94%) в порівнянні з 2015 роком. У 2016 році було надано на 5 336 млн. грн. менше кредитів ніж у 2015 р. (954044 млн. грн.). З них кредити, що надані суб'єктам господарювання у 2016 році становили 786229 млн. грн. та кредити, надані фізичним особам, розмір яких у 2016 році становив 136802 млн. грн. (див. рис. 2.7)

Частка простроченої заборгованості за кредитами у загальній сумі кредитів у 2016 році мала найбільше значення і становила 24,2%, що на 3,0% більше в порівнянні з 2015 роком. Капітал банків у 2016 році зріс на 20461 млн. грн. (або на 16,50%) і становив 144431 млн. грн., що звичайно є позитивним явищем для держави, але слід зазначити, що акціонери усіх банків збільшували статутний капітал переважно з метою підтримки власного бізнесу. Доходи банків знизилися на 25175 млн. грн. (або на 13,16%) в порівнянні з 2015 роком, це зумовлено передусім збитками від торговельних операцій (за рахунок збитків від торгівлі іноземною валютою та банківськими металами). Також позитивним явищем є

зменшення витратної частини на 63574 млн. грн. (або на 25,57%) порівняно з 2015 р.. Таке зменшення зумовлено зменшенням обсягів відрахувань у резерви.

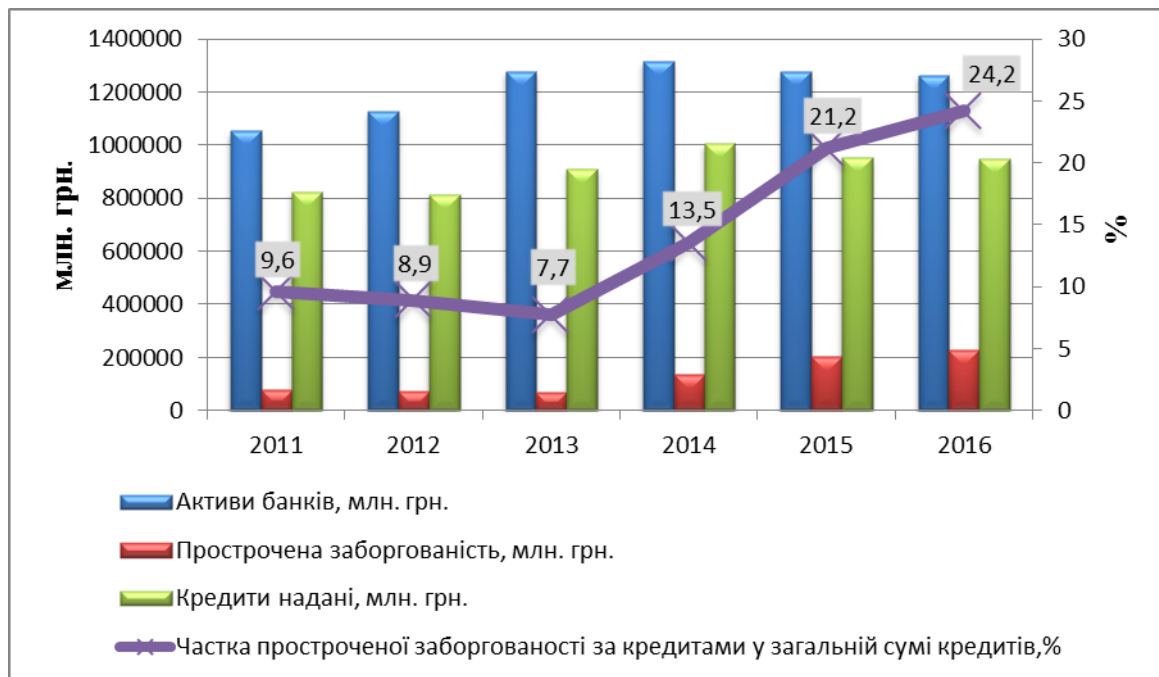


Рис. 2.7. Динаміка активів за 2011 – 2016 рр.

Примітка: Розраховано автором за даними НБУ.

Результат діяльності у 2016 році мав від’ємне значення і становив -18884 млн. грн., а це на 67,03% менше відносно попереднього 2015 року.

З огляду на проведені дослідження можна зробити висновки, у 2014 – 2016 рр. в економіці України відбулися значні кризові явища, які спричинили недовіру до банківської системи країни, зокрема до діяльності Національного банку як монетарного регулятора.

Ключовим чинником формування кон’юнктури грошового ринку у 2014 р. стала девальвація гривні (обмінний курс гривні до долара США на міжбанківському ринку знизився на 93,5%), а також зменшення обсягів золотовалютних резервів (з 20,4 до 7,5 млрд. дол. США, або на 63,1%) [54].

Рівень споживчої інфляції у 2014 р. становив 24,9 %, темпи базової інфляції протягом року прискорилися з 0,1 до 22,8% ціни виробників зросли на 31,8% [26]. Це зумовлено відмовою НБУ від утримання валютного курсу у фіксованих межах, що було якорем стабільності цін і передбачало домінуючу роль валютного каналу

емісії. Це порушило грошово-кредитне підґрунтя для забезпечення стійкої динаміки валютного курсу і безпечних темпів інфляції.

В якості інструменту протидії швидким темпам інфляції НБУ використовувалося підвищення процентних ставок. Облікову ставку було поетапно збільшено з 6,5% у 2013 до 14% у 2014 році (див. рис. 2.2), зазнали суттєвого зростання і ставки за активними та пасивними операціями. Але не зважаючи на ці дії, стійкої курсової динаміки і контрольованої інфляції в умовах гнучкого курсу не було забезпечено, що свідчить про неефективність здійснення процентної політики НБУ [51].

Зниження довіри до банківської системи призвело до значного скорочення обсягу депозитів. Вкладення у національній валюті скоротилися на 56,5 млрд. грн. (13,4%), а в іноземній – на 11,4 млрд. дол. США (на 36,9%). Реальний депозитний портфель банків зменшився більше, ніж на 7,2 млрд. дол.. Проблемою постало й те, що Національний банк України обмежив банки у готівкових розрахунках за депозитами з клієнтами. Деякі банки почали розраховуватися з вкладниками за валютними вкладами у гривневому еквіваленті за офіційним курсом (який, звичайно, не відповідав ринковому), що й призвело до вилучення коштів із банківського обігу та похитнуло банківську систему [22].

Ще одним інструментом НБУ були кредити рефінансування. Шляхом рефінансування в обіг було випущено 222,3 млрд. грн., а обсяг повернення банками раніше наданих кредитів становив 189,4 млрд. грн. Результатом таких дій стала заборгованість (108,9 млрд. грн.) банків перед НБУ за кредитами рефінансування, що свідчить про недовіру цього монетарного інструменту [74].

В 2015 році економіка увійшла в стан стагфляційної макроекономічної динаміки, тобто знизилися показники ВВП, зросли ціни на продукцію та прискорилися темпи інфляції. Це потребувало, з одного боку, заходів зі зниження інфляції, а з іншого – підтримки фінансової стабільності та економічного зростання.

НБУ двічі підвищував облікову ставку – з 14 до 19,5%, а згодом до 30,0%, з метою зменшення інфляційної та девальваційної динаміки. Але поряд з цим

підвищувались ставки за кредитами овернайт – з 22,43 до 33%. Через те що ставка за кредитами овернайт зросла, обсяг надання цих кредитів зменшився. Саме це і низка адміністративних заходів з обмеження доступу імпортерів до валютного ринку офіційний обмінний курс гривні дещо зміцнився і стабілізувався.

У 2015 році зросла активність мобілізаційних операцій НБУ. За рік їх обсяг перевищив 2,8 трлн. грн. (вдвічі більше ніж у 2014 р.), що свідчить про формування фінансової бульбашки з депозитними сертифікатами НБУ за рахунок додаткової емісії. У 2016 р. залишки за депозитними сертифікатами НБУ становили 89,8 млрд. грн., а кошти на коррахунках банків 27,8 млрд. грн., що свідчить про значні монетарні диспропорції. Така монетарна політика щодо залучення коштів за високими ставками призвела до різкого скорочення обсягів міжбанківського кредитування. Таким чином, спостерігається низька ефективність грошово-кредитної політики з точки зору виконання одної з основних функцій – оптимального регулювання ліквідності [2].

Зниження інфляції (після пікової споживчої інфляції у квітні 2015 р. – 60,9% у річному вимірі, річний приріст ІСЦ знизився до 43%) та ознаки стабілізації на грошово-кредитному ринку України сприяли пом'якшенню монетарної політики НБУ: облікову ставку було зменшено з 30,0% (у серпні 2015) до 22,0% (з жовтня 2015 р.) (див. рис. 2.2.) [27].

В монетарній політиці України мають місце суттєві недоліки, які перешкоджають відновленню цінової стабільності і потребують якнайшвидшого подолання. На наш погляд, одними із заходів подолання банківської кризи в Україні можуть бути такі:

- 1) Ухвалення Закону України «Про валютне регулювання і валютний контроль»;

- 2) Примусова конверсія позичок, отриманих на зовнішніх ринках в іноземній валюті, у національну валюту;

- 3) Посилення контролю за продажем цінних паперів нерезидентам і здійснення ними інвестицій;

4) Відображення цілей монетарної та валютної політики в кількісному вираженні в Основних засадах грошово-кредитної політики;

5) Встановлення граничних стель, які мають обмежити викуп НБУ ОВДП на первинному ринку з метою уникнення емісійного формування доходу Державного бюджету України;

6) Визначення розміру процентних ставок «овернайт» і процентних ставок за строковими кредитами рефінансування на рівні базової ставки НБУ +/- 2-4 процентні пункти;

7) Удосконалення розрахунку нормативу адекватності регулятивного капіталу (H2), де кредити підприємствам віднесені в шосту групу активів у частині ранжирування ризиковості кредитів за фінансовим станом контрагентів;

8) Удосконалення розрахунку нормативів кредитних ризиків шляхом внесення в базу розрахунку статті балансу комерційних банків «Інші фінансові активи»;

9) Впровадження механізму гарантування НБУ міжбанківських кредитів і виплат компенсацій у разі банкрутства банків-позичальників;

10) Удосконалення підходів до рефінансування комерційних банків шляхом спрямування коштів у реальний сектор економіки;

11) Тимчасова відмова від намірів застосування монетарного режиму інфляційного таргетування до часу створення належних передумов для ефективного інфляційного таргетування, зокрема: забезпечення високого рівня фінансової стійкості банківської системи, забезпечення збалансованих доходів і витрат бюджету, досягнення стабільних темпів економічного зростання, демонополізація економіки і відмова від адміністративного контролю цін, високого рівня незалежності центрального банку;

12) Збереження певного перехідного періоду, протягом якого потрібно здійснювати паралельне таргетування як інфляції, та к і обмінного курсу [19].

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 2

1. В даному розділі розглянуто основні етапи розвитку монетарної політики України. Перший етап (1991 – 1996 рр.) – становлення після розпаду СРСР незалежної, самостійної економіки. Цей етап характеризувався створенням національної грошової системи на основі запровадження в обіг українського карбованця та підготовки до введення в обіг національної валюти. Другий етап (після введення грошової реформи 1996 р. до 1998 р.), який включав в себе – подолання гіперінфляції, підвищення вимог до капіталізації банків та вдале проведення грошової реформи, подальший розвиток фондового ринку державних цінних паперів, які емітували у формі ОВДП та ін.. Третій етап (після фінансової кризи 1998р і до 2000 р.) - цей період характеризується переходом на міжнародні стандарти бухгалтерського обліку, запровадження обов'язкового створення банками резервів на покриття ризиків за активними операціями та затвердженням нового порядку видачі банкам ліцензії на здійснення операцій.

2. Четвертий етап розпочався з 2000 р. і тривав до фінансової кризи 2008 р. Під час цього етапу НБУ ставив перед собою такі завдання: перехід до режиму прямого таргетування інфляції; підтримка економічного зростання; стабільність валютного курсу; перехід до нової конвертованості національної валюти, але на жаль регулятору не вдалося виконати всі поставлені завдання, оскільки перехід до режиму таргетування інфляції триває і по сьогоднішній день. П'ятий етап, надзвичайно складний, він почався в післякризовий період 2009р і тривав до 2013 р. Цей етап характеризувався фінансово-економічною кризою та наслідками після неї. Виникла проблема з необхідністю стримувати нарощення споживчих кредитів, а також підтримувати ліквідність комерційних банків. Національний банк України вживав активні заходи щодо стабілізації ситуації в монетарній сфері, зокрема: стримував споживче кредитування, підвищував процентні ставки, обмежував темпи приросту монетарної бази та підвищення курсу національної валюти. Шостий етап розпочався в листопаді 2013 року і триває по сьогодні. Він характеризується падінням ВВП, девальвацією гривні, збільшенням інфляції,

зменшенням золотовалютних резервів та жорсткою монетарною політикою пов'язаною із політико-економічною кризою цього періоду.

3. Здійснено кореляційно-регресійний аналіз основних інструментів монетарної сфери України, в результаті якого можна зробити наступні висновки, що де-факто в Україні діяв монетарний режим таргетування валютного курсу, оскільки НБУ встановлював його фіксоване значення, та шляхом валютних інтервенцій і адміністративних заходів намагався забезпечити його стабільність. Шляхом забезпечення стабільного курсу досягалися стратегічні цілі монетарної політики, зокрема зростання зайнятості, збалансування платіжного балансу, зростання виробництва, забезпечення стабільності цін.

4. Зазначено, що в умовах фінансової та політичної нестабільності основними стратегічними орієнтирами монетарної політики НБУ повинні бути: 1) досягнення стабільного рівня цін, шляхом регулювання валютного курсу та стабілізації курсу національної валюти; 2) забезпечення економічного зростання, шляхом здійснення гнучкої монетарної політики в частині стимулювання кредитування реального сектору економіки; 3) забезпечення стабільного розвитку вітчизняної банківської системи, шляхом оперативного регулювання ліквідності та платоспроможності банків.

5. Упродовж періоду поживлення економіки (2010-2014 рр.) можемо стверджувати, що було досягнуто мети – цінової стабільності. Індекс споживчих цін в 2011 р. становив 104,6%, в 2012 р. взагалі Україна досягла дефляції з позначкою 0,2%, а в 2013 ІСЦ становив 100,5%. Отже, можна сказати, що були спроби впровадження інфляційного таргетування і досягнуто низького рівня інфляції. Що стосується курсу іноземних валют відносно гривні, то у 2011 році курс коливався в межах 1% в 2014 р. – 2%, що було позитивним явищем, оскільки коливання повинно не перевищувати рівня 2-4% упродовж року. За такого гнучкого та стабільного курсу нормально працює економіка та банківська система, населення не панікує і спокійно розміщує власні кошти в банках, проявляючи довіру до банківської системи та уряду.

Але, вже на кінець 2014 року, 1 долар США коштував понад 15 грн., на кінець 2015 року – більше 20 грн., а в листопаді 2016 року 1 долар США можна було придбати за 26 грн.. Така ціна долара значно перевищила значення у період світової фінансової кризи 2008 року.

Така нестабільна макроекономічна ситуація в Україні, пов'язана, з військовими діями на Сході держави, неузгодженою діяльністю уряду та центрального банку, а також політичною ситуацією в країні.

На нашу думку, те, що на сьогодні режим таргетування інфляції не виправдовує очікувань, не свідчить про неефективність інфляційного таргетування, як нової монетарної стратегії. Це свідчить про те, що в країні не має відповідних передумов для переходу до цього режиму.

6. Розглянуто причини виникнення банківських криз та їхній вплив на макроекономіку країни. Головними макроекономічними проблемами в Україні є: високий рівень безробіття, низький ВВП та гіперінфляція. Було розглянуто головні монетарні інструменти, які застосовував НБУ у період кризи та виявлено, що монетарна політика містить ряд недоліків, які перешкоджають ціновій стабільності та економічному зростанню.

РОЗДІЛ 3

ШЛЯХИ УДОСКОНАЛЕННЯ МЕХАНІЗМУ ДІЯЛЬНОСТІ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ

3.1. Удосконалення умов реалізації режиму інфляційного таргетування в Україні

Забезпечення збалансованого соціально-економічного розвитку в Україні значною мірою залежить від створення гнучкої системи державного регулювання, де важлива роль відводиться монетарній політиці. В цьому контексті постає завдання щодо визначення правового забезпечення напрямів реалізації обґрунтованої цілісної монетарної політики.

Після того як у липні 2010 р. було підписано Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо діяльності Національного банку України» [57] були внесені зміни спрямовані на посилення ролі НБУ у забезпеченні цінової стабільності.

Цей закон вніс деякі зміни в законодавче регулювання монетарної політики:

1. Зміцнено політичну незалежність Національного банку України через посилення вимог до членів Ради НБУ;
2. Головна мета діяльності Національного банку України набула конкретизації;
3. Збільшено строк повноважень голови НБУ з 5 до 7 років для уникнення спів падання з терміном повноважень ВРУ та Президента;
4. Внесено зміни щодо розробки Основних засад грошово-кредитної політики;
5. Розширено інформаційні зобов'язання Національного банку перед населенням;
6. Запроваджено заборону надання кредитів НБУ державі;
7. Відмінено щоквартальне перерахування прибутку НБУ до держбюджету.

Найважливішою зміною до законодавчих актів України щодо діяльності НБУ стало чітке визначення стратегічної цілі монетарної політики. Як уже зазначалось

до липня 2010 р. жоден із нормативно-правових документів, що регулюють діяльність НБУ не визначав стратегічну ціль. Відсутність чітко визначеної монетарної цілі призводила до того, що проведення монетарної політики обмежувалася вирішенням лише поточних операційних завдань та була мотивом звинувачень про неефективне монетарне регулювання у середньостроковому періоді.

Після прийняття цього закону основна мета Національного банку набула конкретизації: пріоритетом стають низькі темпи інфляції. НБУ у межах своїх повноважень, сприяє стабільності банківської системи, збереженню стійких темпів економічного зростання та підтримує економічну політику КМУ за умови, що це не перешкоджає досягненню цінової стабільності в державі.

Також важливою зміною стало визначення критеріїв призначення та звільнення голови НБУ, а також розширення строку його повноважень з 5-ти до 7-ми років.

До прийняття Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо діяльності Національного банку України» посада голови НБУ на законодавчому рівні не була достатньо захищеною від політичного тиску. Відповідно до ст. 85 Конституції України, ст. 18 ЗУ «Про Національний банк України», голову НБУ призначали на посаду ВРУ за поданням Президента України більшістю від конституційного складу ВРУ терміном на 5 років. Зрозуміло, що п'ятирічний термін повноважень голови Нацбанку міг співпадати з виборами Президента та ВРУ, а саме це посилювало політичний тиск на процес обрання голови НБУ.

Згідно до внесених змін до закону голову НБУ призначають на посаду строком на 7 років, а також ст. 18 ЗУ «Про Національний банк України» визначені кваліфікаційні вимоги до голови Нацбанку: фаховий досвід повинен бути неменше 10 років, бездоганна ділова репутація, відсутність членства в політичних партіях, керівних посад в державних органах, прямого чи опосередкованого володіння юридичною особою.

Ще однією зміною є відмова від авансового (щоквартального) перерахування прибутку Національного банку до Держбюджету, внесення зміни до ст. 5 ЗУ «Про Національний банк України» та введення у дію ст. 5-1, яка чітко визначає порядок розподілу прибутку, а саме:

- 50 % прибутку до розподілу спрямовується до загальних резервів та інших резервів Нацбанку. Відрахування до загальних резервів проводяться доти, поки сума загальних резервів не дорівнюватиме 10% обсягу грошово-кредитних зобов'язань Нацбанку;
- 50 % прибутку до розподілу перераховується до Державного бюджету України наступного, за звітним, року.

Раніше, відповідно до статей 5 та 9 ЗУ «Про Національний банк України», регулятор здійснював перерахування до Державного бюджету України суми перевищення кошторисних доходів над витратами після закінчення фінансового року на підставі результатів аудиту та після їхнього ухвалення Радою НБУ.

Так, стаття 15 ЗУ «Про Державний бюджет України на 2014 рік» [58]. Передбачала, що НБУ у 2014 р. щоквартально перераховує до бюджету кошти в сумі не менше як 5 701 833, 6 тис. грн. на загальну суму не менше, як 22 807 334,4 тис. грн. Її зміст суперечить ст. 5, ст. 5-1 ЗУ «Про Національний банк України». Стаття 15 ЗУ «Про Державний бюджет України на 2015 рік» [59] передбачає, що НБУ здійснює розподіл прибутку до розподілу за 2014 рік, перераховує не пізніше 11 травня 2015 року до Державного бюджету України кошти на загальну суму – не менше як 60 500 000 тис. грн..

Новий закон розширив інформаційно-комунікаційні зобов'язання НБУ перед населенням. Відповідно до ст. 68 ЗУ «Про Національний банк України» з метою збільшення довіри суспільства НБУ зобов'язаний інформувати громадськість про свою діяльність шляхом опублікування відповідних відомостей на офіційному сайті та у виданні Національного банку, проведення керівниками Національного банку України прес-конференцій, виступів на радіо і телебаченні та в інший, передбачений законом спосіб.

До внесення змін до ЗУ «Про Національний банк України» від 09.07.2010 р. цінова стабільність визначалася як забезпечення стабільності цін шляхом регулювання курсу гривні, а після – як збереження купівельної спроможності національної валюти шляхом підтримання у середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років) низьких, стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін. Зміна поняття «цінової стабільності» свідчить про зміну пріоритетів монетарної політики Нацбанку у напрямі визначення основною монетарною ціллю досягнення та підтримання низьких рівнів інфляції.

Для забезпечення повноцінного функціонування режиму таргетування інфляції, необхідно вирішити наступні проблеми:

1. Неповноцінна узгодженість монетарної та національної економічної політики.
2. Виправити існуючу неузгодженість термінів обміну інформацією у розробленні основних прогностичних і програмних документів уряду та НБУ.
3. Необхідно вдосконалити структуру та інформаційний зміст «Основних засад грошово-кредитної політики» відповідно до передової світової практики.
4. Необхідно удосконалити процедуру роз'яснення суспільству монетарної політики НБУ та її наслідків.
5. Необхідно прийняти нормативно-правові акти, які будуть визначати правила застосування монетарних інструментів, і які будуть діяти без змін.

З метою підвищення ефективності грошово-кредитної політики необхідно покращити монетарне регулювання Національного банку України шляхом:

1. Підвищення незалежності НБУ. Необхідно скасувати всі законодавчі акти норми, що знижують операційну та політичну незалежність НБУ. З метою зміцнення інституційної незалежності, а також з метою оптимізації процедури прийняття монетарних рішень доцільно зменшити склад Правління Національного банку України.
2. Збільшення обсягу офіційних резервів з метою нарощення запасу ліквідності. Належний обсяг резервів є запорукою зниження негативних очікувань

економічних суб'єктів на валютному ринку, а також – основою для проведення Нацбанком стабілізаційних валютних операцій.

3. Національному банку необхідно визначити критерії виходу регулятора на валютний ринок та систематизувати визначенні критерії в одному документі, з метою збільшення прозорості та передбачуваності валютної політики.

4. Підвищення ефективності процесу прийняття монетарних рішень. В 2014 році був створений спеціалізований орган – Комітет з монетарної політики з метою підвищення інституційної спроможності НБУ як регулятора.

5. Удосконалення умов для розроблення Нацбанком власних прогнозів інфляції, ліквідності банківської системи, макроекономічних показників, на яких базуватиметься процес прийняття монетарних рішень.

6. Удосконалення інформаційної політики НБУ. Для збільшення довіри населення до грошово-кредитної політики та розуміння процесу прийняття монетарних рішень необхідно продовжувати практику оприлюднення річного графіку засідань Комітету з монетарної політики та Правління НБУ.

7. Забезпечення координації монетарної та фіскальної політик, з метою досягнення таргету по інфляції та утримання її упродовж тривалого часу на низькому рівні. Погоджуємося з думкою вітчизняних науковців, що головними напрямками координації мають бути:

- Таргетування або зниження рівня інфляції;
- Забезпечення адекватної боргової політики;
- Фінансування дефіциту державного бюджету, зокрема шляхом випуску державних цінних паперів і монетизації державного боргу;
- Стимулювання економічного зростання;
- Управління дефіцитом платіжного балансу [72, с. 17].

8. Розвиток фінансового ринку, а також інструментів хеджування, що сприятиме зменшенню залежності економіки та монетарної сфери від зовнішніх запозичень та створенню стабільних джерел довгострокових фінансових ресурсів. З метою розвитку інструментів хеджування, НБУ необхідно рекомендувати

банкам активно застосовувати у депозитних та кредитних операціях плаваючі ставки. Зазначена практика застосовувалась на початковому етапі переходу до режиму інфляційного таргетування у країнах, що розвиваються. Такий інструмент, вільний від інфляційних ризиків і дозволяє банкам скоротити відсоткові спреди, збільшити привабливість депозитних та кредитних операцій у гривні [66].

9. Проведення активних захисної політики щодо гривні, спрямованої на підвищення довіри та попиту на національну валюту. Сьогодні, економічно розвинуті країни та країни, що розвиваються, застосовують різноманітні заходи, спрямовані на обмеження сфери обігу іноземної валюти та підвищення престижу, довіри до національної валюти.

10. З метою збільшення довіри до монетарної політики у 2015 році на офіційному сайті НБУ створено розділ «Монетарна політика», який систематизує інформацію стосовно цілей, інструментів монетарної політики і містить наступні підрозділи: 1) цілі та завдання монетарної політики; 2) інструменти монетарної політики; 3) комітет з монетарної політики; 4) інфляційний звіт; 5) публікації та прес-релізи.

За аналогією досвіду центральних банків, які застосовують режим інфляційного таргетування вважаємо за необхідне доповнити розділ «Монетарна політика» такими підрозділами:

- Незалежність НБУ – у цьому підрозділі необхідно вказати нормативно-правові акти, які гарантують інституційну, операційну, економічну незалежність НБУ, що сприятиме закріпленню у свідомості населення незалежного статусу регулятора та збільшуватиме довіру до монетарної політики.

- Координація монетарної та фіскальної політики – у цьому розділі необхідно зазначити важливість координації монетарної та фіскальної політики у досягненні цінової стабільності, оскільки монетарна політика – не єдиний інструмент, який впливає на сукупний попит.

- Стратегія монетарної політики – у даному підрозділі необхідно описати основні напрями монетарної політики на найближчі 3 роки, розробити та

оприлюднити низку стратегічних документів: «Стратегія грошово-кредитної політики» та «Стратегія комунікаційної політики» НБУ.

Реалізація комплексу вищезазначених заходів як на рівні НБУ, так і на рівні уряду, сприятиме успішному переходу до режиму таргетування інфляції у найближчій перспективі.

3.2. Оцінка практичного досвіду антикризового монетарного регулювання в розвинутих країнах та перспективи оптимізації грошово-кредитної політики Національного банку України

Вивчення світового досвіду використання монетарних режимів має важливе значення для удосконалення інструментів і процедур реалізації монетарної політики України. Для розробки власної ефективної грошово-кредитної політики Україні необхідно вивчити досвід країн, які вже досягнули істотних результатів.

З метою оптимізації грошово-кредитної політики НБУ розглянемо досвід різних економічно розвинених країн в таких аспектах:

1. Орган, який визначає цілі монетарної політики;
2. Цільовий вимірник;
3. Цільовий горизонт;
4. Ключовий інструмент грошово-кредитної політики;

Більшість провідних країн використовує режим інфляційного таргетування, і як уже зазначалося в попередньому підрозділі Україна також хоче повністю перейти на цей режим, тому розглянемо зарубіжний досвід використання інфляційного таргетування (ІТ).

У багатьох країнах органами, які визначають цілі монетарної політики є центральний банк та уряд, наприклад, в Новій Зеландії укладається угода між міністром фінансів і головою центрального банку; в Канаді, Австрії та Ісландії повинна бути спільна заява; в країнах ЄС (Чехія, Угорщина, Польща та ін.) цілі обираються тільки центральним банком; А в Норвегії, Великобританії та Південній Африці – урядом. (див. додаток Л). На нашу думку, найкраще буде тоді, коли ціль монетарної політики буде визначатися центральним банком, оскільки у разі виникнення непередбачуваних ситуацій ціль можна буде змінити,

звичайно після консультацій між урядом та центральним банком за умови розкриття інформації громадськості про таку зміну, при цьому за центральним банком зберігається повна незалежність, а відповідальність за інфляцію розділяє уряд і центральний банк.

У розвинутих країнах показники таргетування інфляції знаходяться в межах від 1% до 3% (див. додаток Л). Урядам цих країн було б важко встановити вищий таргет для інфляції, тому що це призвело б до зниження довіри до центрального банку. Навіть якщо таргет встановлюється самим урядом, то на практиці, свобода його дій дуже обмежена.

Багато центральних банків обирають об'єктом таргетування індекс споживчих цін, оскільки він є доступним для сприйняття громадськістю, тому що він найкраще відображає зміни вартості життя; вільно публікується і регулярно розраховується, а також добре зрозумілий для суспільства. Деякі центральні банки таргетують базову інфляцію, яка розраховується на основі індексу загального рівня цін шляхом вилучення із споживчого кошика складових, які мають немонетарний характер. В Канаді, Угорщині, Ізраїлі, Австрії та Туреччині додатково публікують прогнози базової інфляції. БІ повністю контролюється центральним банком, вона є чутливішою до процентної політики, тому її досягнення є більш ймовірним. На нашу думку, об'єктом таргетування центральний банк повинен обирати індекс споживчих цін, але і обчислювати базову інфляцію для оцінки впливу грошово-кредитних факторів на інфляцію.

Важливим елементом механізму інфляційного таргетування є визначення періоду часу, за який планується досягти і утримувати цінову стабільність. У науковій літературі існують два способи розрахунку оптимального горизонту таргетування. Згідно з першим, інфляційне таргетування – монетарний режим, який передбачає оптимізацію відхилень від інфляційного таргету, що спричиняються непередбаченими економічними шоками таких змінних, як інфляція або процентні ставки. Залежно від типу шоку, оптимальний горизонт таргетування повинен коливатися від восьми місяців – до півтора року. В основі другого підходу лежить здатність центрального банку до прогнозування

економічної ситуації в країні, тобто оптимальний горизонт таргетування залежить від «глибини» перспективного погляду в майбутнє. Іншими словами, важливим є кількість періодів, на які робиться прогноз розвитку економічної ситуації [40, с. 92-93].

Оптимальний горизонт таргетування залежить від того, використовується ІТ, як дезінфляційна стратегія, чи як стратегія утримання темпів інфляції на оптимальному рівні. Деякі країни, що здійснюють таргетування інфляції у два етапи, спочатку на період дезінфляції встановлюють цілі щороку, а після досягнення бажаного рівня інфляції переходять до цілей на середньострокову перспективу (Нова Зеландія, Австралія, Чехія, Польща) [64, с. 12].

Вибір горизонту таргетування залежить від величини інфляції, що є на момент прийняття інфляційного таргету. Наприклад, в Новій Зеландії центральний банк спочатку використовував інфляційне таргетування, як дезінфляційну стратегію, тому горизонт таргетування становив 1,5 року. Поступово, у зв'язку із зниженням цін, у Новій Зеландії цільовий горизонт зменшився до 1 року. Якщо інфляція досягала встановленого таргету, то її центральний банк зобов'язаний був утримувати на цьому рівні упродовж 5-ти років. В Австралії горизонт таргетування дорівнює тривалості економічного циклу. У більшості країн цільовий горизонт таргетування хоч і є багаторічним, але офіційно не оголошується, і не затверджується [14, с. 112-113].

Ключові інструменти монетарної політики центральних банків, які застосовують таргетування інфляції розглянемо в таблиці 3.1.

За даними таблиці 3.1 можна сказати, що назва основної ставки ЦБ відображає суть операції, яка за нею проводиться, наприклад Грузія та Вірменія – ставка рефінансування, а Угорщина, Молдова, Південна Корея – базова ставка, чи Польща – рекомендаційна ставка. А в деяких країнах у назві основної ставки роблять наголос на ставці-орієнтирі, наприклад Австралія – готівкова ставка, Канада – таргет для ставки овернайт, Нова Зеландія – офіційна готівкова ставка.

При формуванні стратегічної грошово-кредитної політики ЄЦБ за основу взято її німецьку модель. Головним принципом було визначення підтримання

стабільності низьких цін. Визначальною ціллю ЄЦБ є підтримання щорічних темпів інфляції у межах 0 – 2%. Такі цілі, як зростання зайнятості та стабільност і економіки, мають підпорядковану роль, на відміну від США.

Таблиця 3.1

Ключові інструменти монетарної політики центральних банків, які застосовують режим таргетування інфляції [14, с. 115]

Країна	Назва	%	Відсотковий коридор
Канада	Таргет для ставки овернайт (target for the overnight rate)	0,75	+/-0,25%
Австралія	Готівкова ставка (cash rate)	2,25	+/-0,25%
Великобританія	Ставка банку (bank rate)	0,5	+/-0,25%
Швеція	Ставка РЕПО (repo rate)	0,00	+/-0,75%
Чехія	Ставка РЕПО (repo rate)	0,05	+0,2/-0%
Нова Зеландія	Офіційна готівкова ставка (official cash rate)	3,5	+/-0,5%
Румунія	Ставка політики (policy rate)	2,25	+/-1,75%
Угорщина	Базова ставка (base rate)	2,10	+/-1%
Польща	Рекомендаційна ставка ((reference rate)	2,00	+/-1%
Колумбія	Процентна ставка банку (central bank's policy rate)	4,50	+/-1%
Вірменія	Ставка рефінансування (refinancing rate)	10,50	+/-1,5%
Мексика	Ставка овернайт на міжбанківському ринку (overnight interest rate target)	3,00	+/-0,1%
Молдова	Базова ставка (base rate)	8,50	+/-3%
Грузія	Ставка рефінансування (refinancing rate)	4,50	+/-1,5%
Південна Корея	Базова ставка (base rate)	2,00	+/-1%

Першим випробуванням для євроінтеграційних процесів та ефективності монетарної політики Європейського центрального банку стала світова фінансово-економічна криза. На початковому етапі кризи заходи Європейського центрального банку були спрямовані на підтримку фінансових інститутів та збереження трансмісійного механізму монетарного регулювання шляхом максимального обережного втручання в операційну активність фінансових ринків. Так, на травень 2013 року спостерігалось зниження практично всіх процентних ставок за основними операціями рефінансування, а депозитна ставка,

за якою ЄЦБ залучає надлишкові ресурси банків залишилась незмінною та становить 0%.

ЄЦБ у період розгортання світової фінансової кризи були застосовані доволі нестандартні заходи щодо підтримки фінансового сектору. Йдеться про такі заходи як: встановлення фіксованої ставки процента за аукціонами з повним розподілом всіх запропонованих коштів; проведення додаткового рефінансування строками від 1 місяця до 3-х, а також розподіл ресурсів строками до 6 місяців та до 1 року; розширення структури активів для забезпечення операцій рефінансування, зниження порогу оцінки активів, прийняття в якості забезпечення активів, що емітовані на неорганізованих ринках; реалізацію програми придбання облігацій з покриттям [31].

Такі інноваційні механізми кредитування мали на меті посилення ліквідності банківських установ для відновлення процесів кредитування в економіці та розвитку реального сектору.

У 2012 році Європейським Союзом було вжито ряд заходів спрямованих на пом'якшення наслідків фінансової кризи. Одним із таких заходів було створення Європейського стабілізаційного механізму у формі постійно діючого фонду фінансової допомоги країнам ЄС, що її потребують. Крім того, ЄЦБ було наділено рядом повноважень, що дають йому змогу втручатися на ринки облігацій для допомоги проблемним країнам.

Потрібно відзначити, що позитивним моментом у реалізації грошово-кредитної політики Європейського центрального банку є власне сама наявність єдиної валюти в зоні євро. Це суттєво зменшує вплив спекулятивних потоків капіталів на валютно-курсову стабільність, але девальваційний тиск із-зовні, що проявляється у зниженні конкурентоспроможності національної економіки може бути відновлений за рахунок структурних реформ. А відтак на економічну політику держав вагомий вплив мають рейтингові агенції та міжнародні інвестори. Таким чином, з огляду на централізацію монетарної влади в руках ЄЦБ уряди країн зони євро позбавлені можливості проводити незалежну грошово-кредитну політику, а відтак змушені переглядати і скорочувати видаткові статті

держбюджетів, відновлювати конкурентоспроможність на зовнішніх ринках не за рахунок знецінення власної національної валюти, а проводячи дерегулювання і роблячи ринки максимально гнучкими.

Можна вважати, що ЄЦБ володіє значними можливостями ефективного монетарного регулювання в кризових умовах, що дозволило зоні євро забезпечити мінімальні темпи економічного зростання.

У країнах, які запровадили механізм інфляційного таргетування, пріоритетність цілей закріплена законодавчо.

Таблиця 3.2

Правове забезпечення режиму інфляційного таргетування [14, с.203]

№з/п	Країна	Юридичний документ
1.	Канада	Закон «Про Банк Канади»
2.	Австралія	Закон «Про Резервний банк Австралії»
3.	Великобританія	Закон «Про Банк Англії»
4.	Швеція	Закон «Про Шведський Ріксбанк»
5.	Чехія	Закон «Про Чеський Національний банк»
6.	Нова Зеландія	Закон «Про Резервний банк Нової Зеландії»
7.	Румунія	Закон «Про Національний банк Румунії»
8.	Угорщина	Закон «Про Національний банк Угорщини»
9.	Польща	Закон «Про Національний банк Польщі»
10.	Колумбія	Конституція
11.	Вірменія	Закон «Про Центральний банк»
12.	Мексика	Закон «Про Банк Мексики»
13.	Молдова	Закон «Про Національний банк Молдови»
14.	Грузія	Органічний Закон «Про Національний банк»
15.	Південна Корея	Закон «Про Банк Кореї»

Зазвичай, ця вимога закріплена в законі про центральний банк (див. табл. 3.2). У багатьох випадках, закон про центральний банк також встановлює додаткові цілі (залежно від досягнення основної): стабільність валютного курсу, підтримку економічного добробуту. Зокрема, в Австралії Закон «Про Резервний банк Австралії» передбачає забезпечення стабільності цін і зайнятості, а в Канаді головною роллю центрального банку є сприяння економічному і фінансовому добробуту Канади. У ході фінансової кризи, що почалася в 2007 р., юридичні

мандати центральних банків деяких країн (Англія, Ізраїль, Польща, Бразилія, Грузія, Вірменія, Чехія, Мексика) були доповнені забезпеченням фінансової стабільності. Більшість центральних банків, які застосовують ІТ, є законодавчо незалежними [14, с. 130].

Проаналізувавши механізм інфляційного таргетування центральних банків зарубіжних країн, розглянемо цей механізм в Україні.

Отже, орган, який встановлює монетарні цілі в Україні – це Національний банк України, грошово-кредитні цілі зазначаються в Основних засадах грошово-кредитної політики. Досягнення цінової стабільності є пріоритетною метою НБУ, але про фінансову стабільність як ціль в українському законодавстві ніде не зазначено, що є звичайно негативним явищем, оскільки в деяких провідних країнах повноваження і відповідальність центральних банків у сфері забезпечення фінансової стабільності визначені на законодавчому рівні.

Об'єктом таргетування виступає ІСЦ, який встановлений у формі точкової цілі з доступними межами коливань $5\% \pm 1\%$. Підтримання його стабільності в середньостроковій перспективі від 3 до 5 років є головною метою монетарної політики.

Ключовим інструментом монетарної політики України є облікова ставка, яка станом на грудень 2016 року становить 14% річних. Можна сказати, що НБУ дотримується світової практики щодо розміщення на своєму сайті інформації стосовно облікової ставки, ставки за кредитами овернайт, міжбанківські ставки овернайт та ставки за депозитами овернайт, які визначають межі відсоткового коридору, у рамках якого утримується ринкова відсоткова ставка.

Також в Україні, як і в усіх країнах, які запровадили інфляційне таргетування, головні цілі закріплені законодавчо. Відповідно до Закону України «Про Національний банк України» основною метою монетарної політики НБУ є підтримка цінової стабільності в державі. Додержання стійких темпів економічного зростання та стабільності банківської системи регулятор забезпечує у межах своїх повноважень.

Варто зазначити, що Україна робить кроки до вступу в ЄС та переходу на

таргетування інфляції. Це проявляється у змінах, які відбулися в останні роки. Наприклад, у 2014 році було створено спеціалізований дорадчий орган – Комітет з грошово-кредитної політики, який займається питанням переходу України до режиму інфляційного таргетування, а також розробляє пропозиції щодо встановлення та зміни облікової ставки та інших відсоткових ставок НБУ. Також як і в усіх країнах, які застосовують таргетування інфляції, НБУ формує інфляційний звіт, який з 2 квітня 2015 року публікується щоквартально.

Також на нашу думку, доцільно розглянути досвід США, оскільки він є досить корисним щодо досягнення цінової стабільності та високого рівня зайнятості, оскільки, США є лідером світової економіки, країною, яка за рівнем та масштабами розвитку значно випереджає будь-яку з інших розвинених держав.

Федеральна резервна система вважається незалежним центральним банком у тому розумінні, що її рішення не підлягають ратифікації президентом або іншою посадовою особою у виконавчій гілці влади (уряді). Однак Конгрес США здійснює нагляд за її діяльністю, оскільки Конституція наділяє Конгрес США повноваженнями щодо вироблення грошових знаків та встановлення їх вартості – повноваження, яке згідно із Законом 1913 року було делеговане Федеральному резерву. Таким чином, Федеральна резервна система повинна функціонувати в рамках загальних цілей економічної та фінансової політики, встановлених урядом, і, таким чином, характеристика «незалежний всередині Уряду» є більш точною.

Федеральна резервна система США визначає такі основні цілі проведення монетарної політики:

- максимальна зайнятість;
- стабільність цін;
- помірні довгострокові відсоткові ставки.

Очевидно, що в абсолютному значенні ці цілі нереальні, тому максимальну зайнятість слід розуміти як підтримання такої максимально можливої зайнятості, яка б не загрожувала стійкості економічного зростання, а стабільність цін – як боротьбу з інфляцією, яка з 70- х років стала в Америці ворогом суспільства №1, а

також приборкання інфляційних очікувань. Зміни у пропозиції грошей впливають на процентні ставки (ціну грошей) і показники економіки США, тому що, якщо вартість кредиту знижується, то більше число людей і фірм будуть брати позики, вкладати їх у свої ділові проекти або покупки; це підвищить виробництво товарів і послуг, і економіка зростатиме, тому помірні довгострокові відсоткові ставки відносять до основних цілей.

Дивлячись на події, які передували виникненню світової фінансово-економічної кризи, можна стверджувати, що певні заходи грошово-кредитної політики ФРС могли сприяти появі негативних тенденцій на світових фінансових ринках, які із іпотечної кризи на кредитному ринку США переросли у глобальну кризу ліквідності фінансового сектора.

Так, у 2001 році головною метою грошово-кредитної політики ФРС США було обрано запобігання рецесії американської економіки, задля її досягнення було взято курс на зниження облікової ставки, що призвело до збільшення пропозиції кредитів на грошовому ринку і появи надлишку ліквідності у банківській системі. У цей період процентна ставка стала головним інструментом монетарної політики Федеральної резервної системи із використанням її на досягнення цілі забезпечення стабільності цін.

Якщо ж дивитися з позицій ФРС, то головні причини фінансової кризи полягають не у пом'якшувальній монетарній політиці, а у нераціональному використанні капіталу, який надходив із інших країн, а також у значній залежності комерційних банків від короткострокового фінансування.

Необхідно відзначити, що погіршення стану державних фінансів унаслідок значного скорочення податкових надходжень є ще однією загрозою для ефективності монетарної політики ФРС США. А відтак необхідно розуміти, що зростання державного боргу відносно ВВП рано чи пізно обумовить підвищення ринкової норми процента, що призведе до зниження інвестиційної активності, гальмування економічного зростання та до посилення залежності США від зовнішніх кредиторів.

За таких обставин монетарна влада змушена була піти на зниження облікової ставки та нарощування грошової бази. Починаючи з другої половини 2008 р. розпочалось різке зростання грошової пропозиції з боку ФРС як ключового засобу із подолання рецесії американської економіки. Не дивлячись на оперативну реакцію і рішучі дії ФРС, ситуація в американській економіці продовжувала погіршуватися: реальний ВВП США у четвертому кварталі 2008 р. знизився на 1,3% у річному вираженні, а у першому та другому кварталах 2009 р. – відповідно ще на 5,4% та 6,4% [79, р. 22]. Рівень безробіття зріс з 6% у вересні 2008 р. до майже 9% у квітні 2009 р. і сягнув 10% у жовтні 2009 р. [75]. Вартість кредитів для населення та бізнесу у США підвищилась, а умови їх одержання стали жорсткішими. Це дало підстави частині економістів стверджувати про неефективність стимулюючої монетарної політики у цей період.

Вже на початку 2009 р. ФРС оголосила про додатковий викуп значних обсягів цінних паперів на ринку – передусім казначейських облігацій та іпотечних паперів, випущених пов'язаними із державою агентствами.

Крім того, кошти в економіку направлялись ФРС і через різноманітні кредитні програми. Йдеться передусім про інноваційні кредитні механізми, а саме: видачі коштів комерційним банкам на аукціонній основі, надання кредитів первинним дилерам у вигляді дисконтного вікна, прями кредити позичальникам та інвесторам з метою зниження процентних ставок за кредитами. За таких обставин навіть ціною помірної інфляції і зниження курсу долара ставиться макромета – сприяння зростанню ВВП США та отримання конкурентних переваг американських виробників на зовнішніх ринках, що забезпечує врівноваження платіжного балансу. Але поряд з цим варто розуміти, що надмірно стимулююча монетарна політика ФРС і може поліпшити головні макроекономічні показники у порівняно стислому періоді, проте інфляція погіршить їх динаміку в майбутньому, а в результаті економічний ефект буде гіршим порівняно із результатом від антиінфляційної монетарної політики.

В після кризовий період ФРС було прийнято рішення про поступове згортання кредитних програм, а також приведення умов видачі позик через

дисконтне вікно до докризового рівня. Ці дії, за словами керівництва ФРС, були відповіддю на поліпшення умов на фінансових ринках, а не пом'якшення грошово-кредитної політики центрального банку.

Очевидною стає зміна у цільових пріоритетах монетарної політики ФРС США, котра усе більше орієнтується на конкретні показники безробіття. Йдеться про заяви керівництва ФРС про недоцільність підвищення базової процентної ставки із поточних 0-0,25% аж доки рівень безробіття не досягне 6,5%. І це попри те, що інфляція не повинна усе ж перевищувати цільового порогу у 2,5%. Таким чином, можемо побачити, що пріоритетною ціллю монетарного регулювання, яке набуває відтепер винятково м'яких форм, обирається ринок праці, а всі зусилля регулятора спрямовуються на зменшення безробіття.

У 2011 році ФРС в якості одного із інструментів грошово-кредитної політики розпочала використовувати зміну структурних своїх активів. Це проявлялося в тому, що керівництво ФРС планувало збільшити в портфелі своїх активів частки довгострокових цінних паперів казначейства США. Дані заходи мали б по суті стимулювати вкладення капіталів у реальний сектор економіки.

Потрібно розуміти, що зростання інфляційних загроз для економіки США суттєво обмежує подальші можливості ФРС щодо застосування програм «Кількісного пом'якшення» в якості інструменту грошово-кредитної політики. І тому в якості головних засобів монетарного регулювання ФРС можуть використовуватись такі заходи, які дозволятимуть оперативно обмежувати банківську ліквідність, не змінюючи при цьому величину пасивів ФРС, зокрема, операції зворотного РЕПО, більш гнучка процентна політика виплат за залишками банківських коштів на рахунках у федеральних банках, а також депозитна програма заміщення банківських резервів зобов'язаннями ФРС. По суті йдеться про посилення впливу інструментів грошово-кредитної політики ФРС на динаміку процентних ставок грошового ринку й обмеження інфляційних очікувань, котрі упродовж останнього періоду часу були згенеровані програмами «Кількісного пом'якшення» [18].

Більш агресивну форму перспективного орієнтування вперше було використано у серпневому повідомленні 2011 р.: «економічні умови... ймовірно забезпечуватимуть винятково низькі рівні федеральної резервної ставки принаймні до середини 2013 р» [82, р. 16].

У січні 2012 р. відповідний термін було продовжено «Принаймні до кінця 2014» . Як стверджує М.Вудфорд, аналіз реакції фінансових ринків, особливо у двох останніх випадках, засвідчує чітко виражений негативний вплив на очікування стосовно майбутньої динаміки процентних ставок [82, р. 17].

Інший поширений підхід до забезпечення ефективності монетарної політики за досягнення процентною ставкою нижньої межі стосується змін балансу центрального банку - його загальних розмірів, структури активів, частки активів, які є «монетарними» за природою [82, р. 47].

У межах цього широкого підходу іноді конкретизують декілька складових [79, р. 24] забезпечення ліквідності – збільшення центральним банком обсягів кредитування банків та інших фінансових інститутів; придбання активів – купівля державних та приватних цінних паперів для зниження вартості позичок для домогосподарств; кількісне пом'якшення – значне збільшення розмірів балансу центрального банку. М. Вудфорд виокремлює два різновиди політики зміни балансу: зміни обсягів зобов'язань центрального банку або, інакше, кількісне пом'якшення, та зміни структури його активів [82, р. 3].

У вересні 2011 р. було запроваджено програму, яка передбачала викуп упродовж дев'яти місяців довгострокових казначейських цінних паперів на суму у 400 млрд. дол. США та продаж на аналогічну суму короткострокових державних цінних паперів, що мало на меті сприяти зниженню довгострокових процентних ставок [82, р. 96].

У червні 2012 р. цю програму було продовжено до кінця року і на суму у 267 млрд. дол. США . З вересня 2012 р. у межах чергової програми ФРС розпочала щомісячний викуп іпотечних цінних паперів на суму 40 млрд. дол. та казначейських цінних паперів на суму 45 млрд. дол. США [1, с. 5]. Згодом центральний банк США перейшов до поступового зменшення обсягів

щомісячного викупу; станом на квітень 2014 р. ці обсяги зменшилися до 25 млрд. дол. для іпотечних цінних паперів та 30 млрд. дол. США для казначейських цінних паперів. Станом на травень 2014 ці обсяги зменшилися до 20 млрд. дол. та 25 млрд. дол. США відповідно [81].

Варто відзначити, що до оцінки макроекономічних наслідків такої масштабної програми викупу активів, слід ставитись з обережністю. Цілком імовірно, що криза і рецесія послабили деякі канали передачі монетарної політики в порівнянні з модельними припущеннями. Наприклад, низькі стандарти іпотечного кредитування обмежили вплив більш низьких ставок іпотеки на економіку. Більш того, розрахункові макроекономічні ефекти базуються на припущенні про стійкий вплив великомасштабних покупок активів на фінансові умови. Проте, загалом ці програми підтримали відновлення американської економіки та знизили дефляційні ризики [75].

Упродовж декількох останніх років одне з ключових питань, яке гостро постає перед фахівцями ФРС – коли і за яких обставин має бути підвищено відсоткову ставку. Економісти широко обговорювали ідею про доцільність збереження процентної ставки на мінімальному рівні до моменту досягнення деякого критерію. Одним з реалістичних прикладів такого критерію розглядати так зване «правило порогу 7/3 [82]. Згідно з ним, ФРС США зобов'язувалася б зберігати процентну ставку на поточному низькому рівні доти, доки рівень безробіття перевищуватиме 7%, а очікуваний у середньостроковому періоді темп інфляції буде нижчим 3%. У разі перевищення хоча б одного з цих порогових значень процентну ставку мало б бути підвищено.

Як бачимо, в Україні вже створено базові елементи механізму інфляційного таргетування. Однак оцінка зарубіжного досвіду реалізації монетарної політики провідними країнами світу свідчить, що відповідні умови грошово-кредитного регулювання мають давати відповідь на запитання, що необхідно змінити для того, щоб центральний банк міг впливати на розвиток національної економіки, забезпечуючи відповідний рівень довіри до своїх дій.

Можна стверджувати, що серед науковців та державних мужів на сьогодні

відсутня консолідована точка зору щодо ступеня ефективності заходів монетарної політики у час жорсткої фінансово-економічної кризи та непростого посткризового відновлення. Достатньо оптимістичним у цьому плані є досвід ФРС США. Досягнення базовою процентною ставкою нижньої межі спонукало ФРС до використання нетрадиційних інструментів монетарної політики, передовсім масштабних програм викупу активів та управління очікуваннями за допомогою так званого перспективного орієнтування. Результативність першого з цих засобів залишається предметом активних дискусій, натомість дієвість другого У США вважається доконаним фактом.

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 3

Дослідження, проведені у третьому розділі даної роботи, дають змогу зробити низку таких висновків:

1. Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо діяльності Національного банку України» від 09.07.2010 р. вніс суттєві зміни, спрямовані на посилення ролі НБУ, у забезпечення цінової стабільності, а саме: головна мета НБУ набула конкретизації, заборонено НБУ надання кредитів державі, зміцнено політичну незалежність НБУ, відмінено щоквартальне перерахування прибутку НБУ до держбюджету, розширено інформаційні зобов'язання НБУ перед населенням.

2. Обгрунтовано, що чинна законодавчо-нормативна база, яка регулює правове поле реалізації монетарної політики, залишається ще недосконалою через відсутність офіційно оприлюдненої стратегії монетарної політики, затвердженої процедури прийняття рішень із питань монетарної політики, базових аналітичних методик за допомогою яких приймаються рішення щодо монетарної політики.

3. Запропоновано низку заходів для підвищення ефективності монетарної політики: удосконалення процентної політики НБУ, підвищення операційної та політичної незалежності НБУ, збільшення обсягу офіційних резервів, збільшення прозорості ГКП, покращення розділу «Монетарна політика» на офіційному сайті НБУ.

4. Для подолання наслідків кризи ФРС США знизила базову процентну ставку до мінімального рівня, проте цього виявилось недостатньо. Реагуючи на складність ситуації, центральний банк США вдався до нетрадиційних підходів, зокрема зміни балансу центрального банку через масштабні програми викупу активів та управління очікуваннями за допомогою так званого перспективного орієнтування. Якщо вдала комунікативна політика ФРС мала очевидний позитивний ефект для стабілізації економіки США, то результативність кількісного пом'якшення є предметом активних дискусій як науковців, так і практиків.

5. Здійснено оцінку зарубіжного досвіду реалізації монетарної політики

провідними країнами світу, в результаті якої Національному банку України, на нашу думку, необхідно: частково зберегти таргетування валютного курсу, оскільки існує суттєва прив'язка національної валюти до долара США, також потрібно ввести інноваційні механізми кредитування, які були використані ФРС США та ЄЦБ, але в першу чергу необхідно забезпечити транспарентність та передбачуваність політики НБУ, задля можливості планування господарської діяльності.

ВИСНОВКИ

У даній роботі досліджено теоретичні засади монетарної політики, а зокрема зосереджено увагу на головних її інструментах – операції на відкритому ринку, встановлення мінімальних обов'язкових резервів для банків, процентна політика, здійснення операцій на валютному ринку та ін.. Особливу увагу приділено теоретичному аналізу цілей монетарної політики зокрема детально розглянуто монетарні режими, які спрямовані на досягнення проміжних цілей, такі як: таргетування валютного курсу, таргетування грошових агрегатів, таргетування інфляції, грошово-кредитна політика без номінального якоря. Також було здійснено аналіз основних концепцій реалізації монетарної політики. Здійснено аналіз Основних засад грошово-кредитної політики Національного банку України та за допомогою кореляційного аналізу визначено монетарний режим, який застосовується в Україні. Проаналізовано законодавчу базу для введення режиму інфляційного таргетування в країні. Досліджено міжнародний досвід здійснення монетарної політики на прикладі Федеральної резервної системи США та шляхи удосконалення умов реалізації режиму інфляційного таргетування в Україні.

На основі аналізу теоретичних засад монетарної політики та дослідження монетарних режимів в Україні було виокремлено три стратегічних орієнтири монетарної політики Національного банку України: 1) досягнення стабільного рівня цін, шляхом регулювання валютного курсу та стабілізації курсу національної валюти; 2) забезпечення економічного зростання, шляхом здійснення гнучкої монетарної політики в частині стимулювання кредитування реального сектору економіки; 3) забезпечення стабільного розвитку вітчизняної банківської системи, шляхом оперативного регулювання ліквідності та платоспроможності банків.

Аналізуючи методологічні підходи, позиції учених двох основних теорій грошей – кейнсіанства та монетаризму – приходимо до таких висновків щодо їх поглядів на особливості використання грошового обігу, ролі грошей в економічних процесах, можливості використання інструментів грошово-кредитної політики в державному втручанні в економіку, а саме: теорія кейнсіанства

стверджує, що ринкова економіка є нестійкою системою, що має чимало внутрішніх недоліків, тому держава повинна використовувати різні інструменти регулювання економіки. А теорія монетаризму стверджує, що в довгостроковому періоді гроші залишаються нейтральними стосовно реального ВВП, зайнятості, інвестицій і впливають лише на номінальні значення цих показників. У короткому періоді зміна обсягів грошової пропозиції може спричиняти зміни в реальних показниках, але ефект цей буде короткостроковий.

У перші роки незалежності України монетарна політика НБУ значною мірою залежала від рішень уряду. У 1991-1996 рр. створилася національна грошова система на основі запровадження в обіг українського карбованця та підготовки до введення в обіг національної валюти. 1996-1998 рр. включали в себе подолання гіперінфляції, підвищення вимог до капіталізації банків та вдале проведення грошової реформи, подальший розвиток фондового ринку державних цінних паперів, які емітувались у формі ОВДП. 2000-ні роки характеризувались переходом до міжнародних стандартів бухгалтерського обліку, запровадженням обов'язкового резервування на покриття ризиків за активними операціями.

Фінансово-економічна криза 2008-2009 рр. засвідчила недостатню дієвість традиційних монетарних інструментів у вітчизняній економіці. Ще напередодні кризи потенціал впливу норми резервування як монетарного інструменту фактично досягнув межі своїх можливостей. Облікова ставка протягом тривалого часу також залишалася формальним індикатором намірів НБУ, оскільки нерідко була нижчою за темпи інфляції. Коливання процентних ставок за кредитами відбувалися на фоні практично незмінної облікової ставки. У період після кризи монетарна політика НБУ загалом сприяла стабілізації інфляційних процесів в економіці. Саме обмінний курс можна вважати основним дієвим інструментом НБУ в цей період. Але в 2014 р. ситуація погіршилася, у зв'язку з політико-економіною кризою в країні.

Де-факто в Україні діяв монетарний режим таргетування валютного курсу, оскільки НБУ встановлював його фіксоване значення, та шляхом валютних інтервенцій і адміністративних заходів намагався забезпечити його стабільність.

Шляхом забезпечення стабільного курсу досягалися стратегічні цілі монетарної політики, зокрема зростання зайнятості, збалансування платіжного балансу, зростання виробництва, забезпечення стабільності цін.

Однією з ключових проблем реалізації стабілізаційної політики в Україні залишається забезпечення належної взаємодії заходів фіскальної, монетарної та валютно-курсової політики. Окрім певної інструментальної суперечливості в Україні існує також неузгодженість термінів обміну інформацією при розробленні основних прогнозних і програмних документів уряду та НБУ. Недостатня скоординованість дій монетарного регулятора та уряду помітно обмежує ефективність стабілізаційних заходів у вітчизняній економіці, що особливо проявляється в кризові періоди.

Закон України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо діяльності Національного банку України» від 09.07.2010 р. вніс суттєві зміни, спрямовані на посилення ролі НБУ, у забезпечення цінової стабільності, а саме: головна мета НБУ набула конкретизації, заборонено НБУ надання кредитів державі, зміцнено політичну незалежність НБУ, відмінено щоквартальне перерахування прибутку НБУ до держбюджету, розширено інформаційні зобов'язання НБУ перед населенням. Обґрунтовано, що чинна законодавчо-нормативна база, яка регулює правове поле реалізації монетарної політики, залишається ще недосконалою через відсутність офіційно оприлюдненої стратегії монетарної політики, затвердженої процедури прийняття рішень із питань монетарної політики, базових аналітичних методик за допомогою яких приймаються рішення щодо монетарної політики.

Для подолання наслідків кризи ФРС США знизила базову процентну ставку до мінімального рівня, проте цього виявилось недостатньо. Реагуючи на складність ситуації, центральний банк США вдався до нетрадиційних підходів, зокрема зміни балансу центрального банку через масштабні програми викупу активів та управління очікуваннями за допомогою так званого перспективного орієнтування. Якщо вдала комунікативна політика ФРС мала очевидний позитивний ефект для стабілізації економіки США, то результативність

кількісного пом'якшення є предметом активних дискусій як науковців, так і практиків.

Аналізуючи світовий досвід монетарної політики, зокрема монетарної політики Федеральної резервної системи США можна зробити висновок, що досвід провідних центральних банків світу не повністю можна застосувати для надання рекомендацій щодо досягнення першого стратегічного орієнтира монетарної політики НБУ – забезпечення стабільного рівня цін. Це пов'язано з тим, що специфіка економіки ЄС та США кардинально відрізняються від специфіки економіки України, а з іншого боку – долар та євро є резервними валютами і, на відміну від гривні, виконують функцію світових грошей, а відтак коливання курсу цих валют не має такого значного впливу на інфляцію як гривня.

Однак, для досягнення інших двох стратегічних орієнтирів монетарної політики Національного банку України досвід ЄЦБ та ФРС є надзвичайно актуальним. Так, заслуговує на увагу досвід ФРС і ЄЦБ в сфері стимулювання розвитку економіки шляхом використання широкого кола нетрадиційних монетарних інструментів спрямованих на кредитне фінансування виробництва. Окрім зниження облікової ставки, зазначені центральні банки, які показує практика, ефективно використали механізм «кількісного пом'якшення» надавши необхідну кількість фінансової допомоги не лише банкам, а й небанківським фінансово-кредитним установам, а також через розширення банківського кредитування досягли стабільності реального сектору. В Україні ж навпаки, облікова ставка була підвищена, а ліквідність банківської системи була доведена до мінімуму, також не було створено умов для ефективного банківського кредитування, мається на увазі високе податкове навантаження, проблема рейдерства, високі бюрократичні витрати, що суттєво знизили кредитоспроможність вітчизняного бізнесу та призвело до ситуації коли більше 50% вітчизняних виробників є збитковими.

Таким чином використовуючи досвід ЄЦБ та ФРС, Національному банку України необхідно розробити дієві програми розвитку пріоритетних галузей економіки шляхом надання пільгових кредитів рефінансування в поєднанні із

жорстким контролем їх використання на кредитування реального сектору, а також створення позитивного ділового та інвестиційного клімату, що можна досягнути завдяки суттєвому зменшенню бюрократичних норм в економіці.

Однак, втілити вжиття запропоновані заходи можна буде лише в тому випадку, якщо рівень незалежності Національного банку України наблизиться до рівня незалежності ЄЦБ та ФРС, а це вже четвертий стратегічний орієнтир монетарної політики НБУ, а також всієї макроекономічної політики.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Азаренкова Г. Вплив політики кількісного пом'якшення на фінансовий ринок [Текст] / Г.Азаренкова, І.Шкодїна, М.Гойхман // Вісник НБУ. – 2013. – № 12. – С. 4–8.
2. Аналіз ефективності монетарної політики НБУ [Електронний ресурс] – Режим доступу: https://feao.org.ua/wp-content/uploads/2016/08/FEAO_Analysis-of-the-NBU-Monetary-Pollicy-Effectiveness_A5_03.pdf
3. Артрус М. М. Фінансовий механізм в умовах ринкової економіки [Текст] / М. М. Артрус // Фінанси України. — 2005. — № 5. — С. 54-59.
4. Базилевич В. Макроекономіка [Текст] /В. Базилевич, К. Базилевич, Л. Баластрик. – Київ: Знання, 2008. – 743 с.
5. Банківська система України: становлення і розвиток в умовах глобалізації економічних процесів: Монографія / За ред. д.е.н., проф. О.В. Дзюблюка. – Тернопіль: «Вектор», 2012. – 462 с.
6. Банковское дело [Текст] /О.И. Лаврушин, И.Д. Мамонова, Н.И. Валенцева и др.;, под. ред. О.И. Лаврушина. – 3-е изд., перераб. И доп. – М.:КНОРУС, 2005. – 768 с.
7. Банковское дело[Текст]:Учебник для вузов. 2-е изд./Под ред. Г.Белоглазовой, Л. Кроливецкой. – Спб. Питер, 2008. – 400 с.
8. Барановський О. І. Сутність і різновиди фінансових криз [Текст] / О. І. Барановський // Фінанси України. – 2009. – № 5. – С. 3–20
9. Безнощенко, М. Еволюція грошово-кредитної політики України та перспективи переходу на режим таргетування інфляції [Текст] / М. Безнощенко // Дослідження міжнародної економіки: Збірник наукових праць – 2011. – № 2. – С. 223-234.
10. Борщ, Л.М. Грошово-кредитна політика та її вплив на інвестиційний процес [Текст] / Л. М. Борщ // Фінанси України. – 2003. – № 12. – С. 16-24
11. Буторина О.В. Международные валюты: интеграция и конкуренция. [Текст]: М.: Издательский Дом «Деловая литература», 2003. – 268 с

12. Вдосконалення координації грошово-кредитної та фіскальної політики [Текст]: Інформаційно-аналітичні матеріали. Вип.5 /За редакцією д.е.н. В.І. Міщенко. – К.: Центр наукових досліджень НБУ, 2005. – 96 с
13. Ветрова І. В. Правові основи реалізації грошово-кредитної політики Національного банку України [Текст]: Автореф. дис. канд. екон. наук: 12.00.07 / І. В. Ветрова. – К., 2007. – 17 с
14. Вишневська В.С. Економічний механізм інфляційного таргетування в Україні: дис. канд. екон. наук.:08.00.08 [Текст] / Вишневська Василина Степанівна; М-во освіти і науки України, ЛНУ ім. І. Франка. – Львів, 2016. – 239 с.
15. Гроші та кредит [Текст]: Підручник. – 3-тє вид., перероб. і доп./М.І. Савлук, А.М. Мороз, М.Ф. Пуховкіна та ін.; За заг. Ред. М.І. Савлука. – К.: КНЕУ, 2002. – 598 с.
16. Деньги, кредит, банки [Текст]: Учебник / Под ред. О. И. Лаврушина. – 3-е изд., перераб. і доп. – М.: КНОРУС, 2010. – 590 с.
17. Дзюблюк О. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах ринкового реформування економіки[Текст]. – К.: Поліграф-книга, 2000. – 520 с.
18. Дзюблюк О., Запаранюк Т. Грошово-кредитна політика як ключовий інструмент подолання фінансової кризи у розвинутих країнах [Текст] /О. Дзюблюк, Т. Запаранюк// Банківська справа. – 2013 – С.3-17
19. Дзюблюк О.В. Банківська криза в Україні та перспективи відновлення ефективного функціонування вітчизняної банківської системи [Текст] / О.В. Дзюблюк, В.Я. Рудан/Криза банківської системи: причини і шлях виходу// матеріали науково-практичної конференції, м. Київ, 10 червня 2015 року/ Асоціація українських банків; Університет банківської справи НБУ (м. Київ); відп. Ред.. С.М. Аржевітін. – К.: УБС НБУ, 2015. – с. 55 – 66
20. Дзюблюк, О. В. Управління ліквідністю банківської системи України [Електронний ресурс] : монографія / О. В. Дзюблюк, В. Я. Рудан. - Тернопіль : Вектор, 2016. - 290 с.

21. Дмитренко Ю. Фінансово-правові засади проведення Національним банком України грошово-кредитної політики [Текст] / Ю. Дмитренко // Публічне право. – 2012. – № 4 (8). – С. 107-114
22. Дробязко А. Банківська система України: шляхи подолання кризи [Текст] / А. Дробязко, А. Крисоватий, В. Федосов // Вісник Тернопільського національного економічного університету. – 2015. – №2. – С. 39-57.
23. Исторический очерк Банка Франции. Специальное издание Банка Франции. – 1994. – с. 1-8.
24. Івасів І.Б. Правовий підхід до визначення сутності банку [Текст] //Фінанси, облік і аудит. 2010. №16. – С. 66-74.
25. Івченко А. О. Тлумачний словник української мови [Текст]/А. О. Івченко. — Харків: Фоліо, 2007. – 540 с.
26. Інфляційний звіт – вересень 2015 [Електронний ресурс]. – К.: НБУ, 2015. – 54 с. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=22249640>
27. Інфляційний звіт жовтень 2016 [Електронний ресурс]/ Національний банк України. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=38926387>
28. Карманов, В.Є. Грошово-кредитна політика Національного банку України [Текст] / В. Є. Карманов // Проблеми формування і розвитку фінансово-кредитної системи України. – С. 116-119
29. Конституційні повноваження та правовий статус Національного банку України [Електронний ресурс] //Вісник НБУ. – 2013. - №6.– Режим доступу: file:///D:/Downloads/Vnbu_2013_6_6.pdf
30. Корнилюк Р. Рейтинг життєздатності банків – 2015 [Електронний ресурс] / Р. Корнилюк, Є. Шпитко. – Режим доступу: http://ua.prostobankir.com.ua/mizhbankivskiy_biznes/statti/reyting_zhittezdatnosti_bankiv_2015

31. Корнівська В.О. Досвід реалізації ініціатив Європейського Союзу щодо реформування фінансових ринків [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://archive.nbuv.gov.ua/portal/soc_gum/fkd/2012_1/part1/37.pdf
32. Лютий І.О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки [Текст]: монографія/І.О. Лютий. – К.: Атіка, 2000. – 240 с.
33. Мишкін Фредерік С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків [Текст]: пер. з англ./Ф.С.Мишкін; ред.. пер. ПаС. Панчишин. – К.: Основи, 1998. – 963 с
34. Міщенко В. І. Вплив банківської кризи на зміну умов банківського кредитування [Текст] / В. І. Міщенко // Банківська справа. Фінансовий простір. – 2015. – № 3 (19). – С. 63–69
35. Міщенко В. Методологічні засади запровадження макропруденційного регулювання та нагляду [Текст] / В. Міщенко, А. Крилова // Вісник Національного банку України. – 2011. – № 3(181). – С. 12-15.
36. Міщенко В.І. Організація ф'ючерсного валютного ринку [Текст] / В.І. Міщенко, С.В. Науменкова // Фінанси України. – 1998. – №10. – С.60-69
37. Міщенко С.В. Економічна сутність процесу монетизації та його роль у забезпеченні розвитку економіки [Текст] / С.В. Міщенко // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2015. – №10. – С.40-45
38. Міщенко С.В. Проблеми оцінки впливу стабільності функціонування грошово-кредитної сфери на економічну безпеку країни [Текст] / С.В. Міщенко // Фінанси України. – 2010. – №7. – С.35-49.
39. Моисеев С.Р. Денежно-кредитная политика: теория и практика: учеб пособие [Текст] /С.Р. Моисеев. – М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. – 784 с.
40. Моисеев С.Р. Инфляционное таргетирование: международный опыт и российские перспективы/С.Р. Моисеев// Вопросы экономики. – 2000. - №9. – С.88-105.

41. Моисеев С.Р. Роль коридора процентных ставок центрального банка в управлении банковской ликвидностью [Текст] / Моисеев С.Р. // Банковское дело. – 2008. – №2. – С. 15-19.
42. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін [Текст] / За ред. В.С. Стельмаха. – К.: Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с
43. Монетарний огляд НБУ за 2011, 2012, 2013 роки [Електронний ресурс] // Офіційне інтернет-представництво Національного Банку України; Публікації; Архів. – Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=119955. – Заголовок з екрану.)
44. Мороз, А.М. Центральний банк та грошово-кредитна політика [Текст] / А.М. Мороз, М.Ф. Пуховкина, М.І. Савлук. — К.: КНЕУ, 2005. — 556 с. — ISBN 966-574-725-8
45. Науменкова С. В. Влияние устойчивости денежного обращения на экономический рост [Текст] / С. В. Науменкова, С. В. Мищенко // Известия Санкт-петербургского университета экономики и финансов. — 2013. — № 3. — С. 15-23
46. Науменкова С. Основні напрями координації грошово-кредитної та бюджетно-податкової політики [Текст] / С. Науменкова, С. Міщенко // Вісник Національного банку України. – 2012. – № 5. – С. 13–21.
47. Науменкова С.В. Валюта і валютна політика [Текст] / С.В. Науменкова, В.І. Міщенко. – К.: Знання, 2010. – 84 с. – с.58 Стельмах В.С. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін. – К.: ЦНД НБУ, УБС НБУ, 2009. – 404 с
48. Науменкова С.В. Обстеження збалансованості попиту та пропозиції на кредитному ринку: досвід центральних банків [Текст] / С.В. Науменкова // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. – 2014. – №163. – С.66-72
49. Науменкова С.В. Підвищення доступності фінансових послуг: актуальні питання регуляторної практики [Текст] / С.В. Науменкова // Фінанси України. – 2013. – №10. – С.20-33

50. Науменкова С.В. Трансформація ролі и функцій центральних банків в посткризисний період [Текст] / С.В. Науменкова, И.В. Соркин, Б.В. Приходько // *Економіка и банки*. – 2014. – №1. – С.7-15
51. Національний банк України: офіційний сайт [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
52. Орлюк О.П. Банківська система України. Правові засади організації [Текст]: монографія/ О.П. Орлюк. – К.: Юрінком Інтер, 2003. – 240 с.).
53. Основні засади грошово-кредитної політики на 2013 рік [Електронний ресурс]: рішення Ради Національного банку України від 05.09.2012 № 16. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=127394>
54. Основні засади грошово-кредитної політики на 2015 р. Рішення Ради Національного банку України від 11.09.2014 № 28 (в ред. рішення Ради від 23.04.2015 № 6) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=10465306>.
55. Основні показники ринку праці [Електронний ресурс]/ Державна служба статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>)
56. Петрик О.І. Історія монетарного розвитку в Україні [Текст] // *Вісник НБУ*. – 2007. – № 1. – С. 2–16.
57. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо діяльності Національного банку України: закон України: прийнятий 09.07.2010 № 2478-VI / Верховна Рада України. – Офіційний текст. - Режим доступу: <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2478-17>
58. Про Державний бюджет України на 2014 рік: Закон України від 16.01.2014 № 719-VII [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/719-18>.
59. Про Державний бюджет України на 2015 рік: Закон України від 28.12.2014 № 80-VIII [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/80-19>
60. Про Національний банк України: Закон України від 20 травня 1999 р. № 679-XIV// *Відомості Верховної Ради України*. – 1999 - №29.

61. Пуховкіна, М.Ф. Центральний банк і грошово-кредитна політика [Текст]: опорний конспект лекцій / М.Ф. Пуховкіна, КНЕУ. — К.: КНЕУ, 1998. — 56 с. — SBN
62. Річний звіт Національного банку України за 2006 рік. — К.: Національний банк України. — 2007. — 218 с.
63. Річні звіти НБУ за 2005-2014 роки [Електронний ресурс] // Офіційне інтернет-представництво Національного Банку України; Публікації; Річний звіт. — Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=58017&cat_id=36450.
64. Семенова Ю. Таргетування інфляції: світовий досвід та можливості застосування в Україні [Текст] / Ю. Семенова // Формування ринкових відносин в Україні. — 2008. — № 1. — С. 10–14.,
65. Сідак М.В. Правове регулювання банківських відносин в країнах Центральної та Східної Європи: порівняльний аналіз (Україна, Чехія та Словаччина) [Текст]: монографія/ М.В. Сідак, Ю.М. Бисага. — Ужгород: Ліра, 2006
66. Сомик А. В. Доларизація економіки України [Електронний ресурс] / А. В. Сомик. — Режим доступу : www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=3271.
67. Тлумачний словник сучасної української мови [Текст]/Укладачі Л. П. Коврига, Т. В. Ковальова, В. Д. Пономаренко. / За ред. доктора філологічних наук, проф. В. С. Калашника. — Харків: Белкар-книга, 2005. — 800 с
68. Тлумачний словник української мови: Понад 12500 статей (близько 40000 слів) [Текст]/ За ред. д-ра філологічних наук, проф. В. С. Калашника. — 2-ге вид., випр. і доп. — Х.:Прапор, 2004. — 992 с
69. Ускенбаєва А. Теория и методология взаимодействия финансового и реального секторов экономики в современных условиях развития Казахстана[Текст]: Резюме научн. работы на соискание академической степени PhD: 08.00.00 / А. Ускенбаєва. — 27с.

70. Центральний банк і грошово-кредитна політика [Текст]: навч.-метод. посіб./ уклад. В.С.Загорський [та ін.]; Укоопспілка, Львівська комерційна академія. – Л.: Видавництво Львівської комерційної академії, 2003. – 180 с.
71. Центральний банк та грошово-кредитна політика: підручник [Текст]/ Кол. авт.: А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна, М. І. Савлук та ін.; За ред. д-ра екон. наук, проф. А. М. Мороза і канд. екон. наук, доц. М. Ф. Пуховкіної. — К.: КНЕУ, 2005. — 556 с.
72. Циганов С. Фіскальна і монетарна політика – складові забезпечення макрофінансової стабільності національної економіки [Текст] / С. Циганов, Т. Табакова // Вісник Національного банку України. – 2014. – № 5. – С. 34–38
73. Шульга С. Інституційні засади державної підтримки банківського сектору в період кризи [Текст] / С. Шульга // Вісник НБУ. – 2009. – №8. – С.12-21
74. Щеглюк М.С. Політика рефінансування банків: вітчизняна практика та міжнародний досвід [Текст] / М. С. Щеглюк // Формування ринкової економіки : зб. наук. пр. КНЕУ. – К., 2014. – Вип. 32. – С. 291-300.
75. Bernanke B. Speech at Jackson-Hole [Електронний ресурс] / B.Bernanke. – Режим доступу : <http://www.marketwatch.com/story/text-of-bernanke-speech-at-jackson-hole-2012-08-31>
76. Crawford M. One Money for Europe? The Economist and Politics of Maastricht\ M. Crawford. – L.: The MacMillan Press Ltd, 1993. – 300 p
77. Demirguc-Kunt. Does deposit insurance increase banking system stability? An empirical investigation. // Journal of Monetary Economics. – 2002.
78. European neighbourhood and partnership instrument eastern regional programme. Strategy paper 2007 – 2013 [Electronic resource]. – Access mode: ec. Europa. Eu/ world/enp/pdf/country/enpi_euroment_rsp_en. Pdf
79. Mishkin F.S. Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis [Електронний ресурс] / F.S.Myshkin // 2011. – 62 p. – Режим доступу : <http://www.nber.org/papers/w16755>.

80. Naumenkova S. Transition to Inflation Targeting in Ukraine: New Tools for Monetary Policy / S. Naumenkova, S. Mishchenko // Bulletin Taras Shevchenko National University of Kyiv. – 2015. – №1(166). – P.31-39.

81. Press Release : April 30, 2014. [Электронный ресурс] – Режим доступа : <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20140430a.htm>

82. Woodford M. Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound [Электронный ресурс] / M.Woodford. – 2012. – 96 p. – Режим доступа : <http://www.columbia.edu/~mw2230/JHole2012final.pdf>.

83. Carare A., Stone M. R. Inflation targeting regimes II IMF. 2003. Working Paper № 9.