

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
Тернопільський національний економічний університет
Факультет банківського бізнесу

Кафедра банківської справи

МАРУСИН Марія Василівна

**Цільові орієнтири монетарної політики: проблеми вибору режимів
таргетування та інструментів їх реалізації /**
**The goals of monetary policy: problems of selection of targeting modes and
tools to implement them**

спеціальність: 072 – Фінанси, банківська справа та страхування
магістерська програма – Банківська справа

Магістерська робота

Виконала студентка групи
ФБСм – 22
М. В. Марусин

Науковий керівник:
д.е.н., професор О. В. Дзюблюк

Магістерську роботу допущено
до захисту:

«___» _____ 20__ р.

Завідувач кафедри

_____ **О. В. Дзюблюк**

ТЕРНОПІЛЬ – 2018

ЗМІСТ

ВСТУП.....	3
РОЗДІЛ 1.ТЕОРЕТИЧНІ АСПЕКТИ ФОРМУВАННЯ ТА РЕАЛІЗАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ	
1.1.Сутність та основні принципи реалізації монетарної політики	7
1.2.Характеристика та класифікація інструментів реалізації грошово-кредитної політики	14
1.3.Аналіз переваг та недоліків режимів таргетування при виборі цільового орієнтиру монетарної політики	23
ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 1	34
РОЗДІЛ 2.АНАЛІЗ СУЧАСНОГО СТАНУ ТА ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ ЗАСТОСУВАННЯ ІНСТРУМЕНТІВ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ	
2.1.Становлення та особливості здійснення грошово-кредитної політики в Україні	36
2.2.Аналіз використання Національним банком України інструментів грошово- кредитної політики.....	45
2.3.Оцінка реалізації режиму інфляційного таргетування як цільового орієнтиру монетарної політики України	57
ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 2	71
РОЗДІЛ 3.ПЕРСПЕКТИВИ РЕАЛІЗАЦІЇ ТА НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ	
3.1.Досвід реалізації монетарної політики провідними країнами світу	74
3.2.Основні напрями вдосконалення монетарної політики в Україні	87
3.3.Валютне таргетування як альтернативний режим грошово-кредитної політики Національного банку України	93
ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 3	100
ВИСНОВКИ	102
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	105
ДОДАТКИ.....	116

ВСТУП

Актуальність теми дослідження. Стрімкі зміни, що відбуваються в економіці країни обумовлюють пошук ефективного режиму грошово - кредитної політики, що в свою чергу має як теоретичне, так і практичне значення. В економічній літературі вже тривалий час йде дискусія щодо визначення пріоритетних цілей грошової політики, які можна звести до питання про те, що є її головною метою – підтримка стабільного рівня цін (низького рівня інфляції) чи забезпечення максимального рівня зайнятості. Саме тому необхідним є визначення вірного «номінального якоря», який являє собою деяку умову, обмежену зміною вартості національної валюти.

Актуальність дослідження даної теми полягає у тому, що економіка України знаходиться на перехідному етапі і вибір правильного режиму монетарної політики та її цілей вплине на економічне зростання та стабільність банківської системи України. Досвід провідних 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 реалізації вітчизняної монетарної політики.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Режими таргетування широко обговорюються в науковій літературі серед науковців, котрі займаються вивченням даної проблематики: О. Дзюблюк, С. Моїсеєв, Л. Стецько, О. Петрик, С. Родрігез, О. Мулярчук та інші. Але і досі питання щодо ефективності запровадження режимів таргетування сучасної грошово - кредитної політики в економіці країни залишаються невирішеними. Тому особливості реалізації монетарної політики потребують подальших наукових досліджень і розробок.

Мета і завдання дослідження. Метою даної магістерської роботи є дослідження режимів грошово - кредитної політики, особливостей їх використання та обґрунтування доцільності застосування в національній економіці на основі аналізу практики використання різних монетарних режимів та

інструментів провідними країнами світу.

Для досягнення поставленої мети передбачено постановку, формулювання і розв'язання наступних наукових й практичних завдань:

- розглянути сутність та основні принципи реалізації монетарної політики;
- виявити та охарактеризувати різні типи класифікації інструментів грошово - кредитної політики, а також особливості та наслідки їх використання;
- обґрунтувати позитивні та негативні наслідки застосування різних режимів таргетування та формалізувати їх вплив на розвиток банківської системи та економіки України;
- дослідити основні етапи становлення грошово - кредитної політики України та характерні ознаки кожного з її етапів;
- проаналізувати інструменти монетарної політики України в різні періоди та шляхи покращення грошово - кредитного регулювання вітчизняної економіки;
- оцінити ефективність використання режиму інфляційного таргетування та дієвість обраного НБУ цільового орієнтиру на сучасному етапі реалізації монетарної політики;
- узагальнити досвід реалізації грошово - кредитної політики центральними банками провідних країн світу та на основі здійснених висновків визначити можливості її застосування в Україні;
- запропонувати основні напрями удосконалення монетарної політики в Україні для покращення ліквідності банківської системи та розвитку економіки;
- дослідити особливості та наслідки запровадження валютного таргетування як альтернативного режиму грошово - кредитної політики Національного банку України.

Об'єкт та предмет дослідження. Об'єкт дослідження – макроекономічні процеси функціонування механізму монетарної політики.

Предметом дослідження є комплекс взаємопов'язаних теоретичних і практичних засад, пов'язаних із вибором ефективного режиму монетарної політики Національним банком України та дієвих інструментів його реалізації.

Методи дослідження. Теоретичну та методологічну основу дипломної

роботи склали статистичні дані грошово - кредитної політики України і зарубіжних країн та висловлення власних пропозицій щодо вибору ефективного режиму монетарної політики в Україні.

У процесі вирішення завдань дослідження використовувалися наступні методи наукового пізнання: логічне узагальнення та наукова абстракція (при розгляді сутності та принципів реалізації монетарної політики); порівняльний аналіз (при дослідженні режимів таргетування та їх впливу на розвиток банківської системи та економіки в Україні та інших країнах, а також особливостей реалізації монетарної політики провідними країнами світу); системно - структурний аналіз, факторний аналіз, синтез та ранжування показників (при оцінці наслідків застосування інструментів монетарної політики та запровадження інфляційного таргетування); методи експертних оцінок та групувань (при дослідженні особливостей реалізації грошово - кредитної політики, а також ефективності застосування режиму інфляційного таргетування в зарубіжних країнах та Україні).

Інформаційна база роботи. Статистичну і фактологічну основу дослідження складають закони України, звітні дані Національного банку України, Національних рейтингових агентств, Державної служби статистики України, публічна звітність банків України; аналітичні огляди міжнародних фінансово-кредитних інституцій, в тому числі МВФ; наукові публікації вітчизняних та закордонних дослідників, присвячені діяльності банківської системи України.

Наукова новизна роботи полягає в теоретичному обґрунтуванні режиму валютного таргетування як необхідного напрямку макроекономічної стабілізації в Україні у сучасних кризових умовах.

У процесі дослідження одержано наукові результати, які характеризують новизну наукової роботи:

- дістало подальшого розвитку дослідження світового досвіду реалізації різних режимів грошово - кредитної політики та їх наслідків для економіки, зокрема, проаналізовано ефективність нетрадиційних інструментів та необхідність їх застосування у вітчизняній економіці;

- здійснено всебічну аналітичну оцінку ефективності дій НБУ та застосованих ним інструментів в контексті їх впливу на основні економічні показники та проведено аналіз їх взаємозв'язку із макроекономічними характеристиками, внаслідок чого виявлено основні проблемні аспекти діяльності НБУ;

- проаналізовано передумови та наслідки запровадження інфляційного та валютного таргетування у країнах з відкритою та трансформаційною економікою;

- удосконалено підходи до визначення «режиму валютного таргетування» як комплексу заходів грошово - кредитної політики, що передбачають підтримку стабільності обмінного курсу щодо певної резервної валюти або кошика валют;

- сформовано пропозиції НБУ щодо впровадження валютного таргетування як необхідного напрямку стабілізації економічної системи.

Практичне значення роботи полягає у тому, що обґрунтовані в ній теоретичні положення доведено до рівня методичних і практичних рекомендацій. Пропозиції автора щодо вдосконалення реалізації монетарної політики НБУ в сучасних нестабільних умовах, а також обґрунтована необхідність запозичення зарубіжного досвіду грошово – кредитного регулювання у країнах з перехідною економікою, зокрема запровадження валютного таргетування як альтернативного режиму, можуть бути використані в поточній діяльності комерційних банків та центрального банку України з метою удосконалення використання існуючих інструментів грошово - кредитної політики, а також при розробці Стратегій розвитку на майбутні роки.

Структура роботи. Магістерська робота складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел, додатків. Повний обсяг дипломної роботи – 139 сторінок, основний зміст викладено на 104 сторінках. Магістерська робота містить 18 таблиць та 30 рисунків, список використаних джерел включає 107 найменувань та викладений на 11 сторінках, 15 додатків подано на 23 сторінках.

РОЗДІЛ 1 СУТНІСТЬ ТА ОСНОВНІ ПРИНЦИПИ РЕАЛІЗАЦІЇ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ

1.1. Сутність та основні принципи реалізації монетарної політики

У вітчизняній та зарубіжній літературі існує безліч підходів до тлумачення поняття монетарної політики. Загальноприйнято визначати її як один з основних інструментів грошово - кредитного регулювання, що спрямовується на забезпечення зайнятості та зменшення інфляції, тобто встановлення повної рівноваги на національному ринку.

З іншої сторони грошово - кредитну політику можна розглядати як важливий інструмент органів державного регулювання, метою якого є економічне зростання та макроекономічна рівновага на ринку грошей. Другим інструментом виступає фіскальна політика.

Точнішим визначенням грошово - кредитної політики є її розуміння як комплексу заходів, які проводить держава в особі центрального банку, що пов'язані між собою та спрямовані на досягнення певних поставлених цілей у сфері регулювання грошового ринку [1, с. 58]. Звідси можна стверджувати, що ефективна монетарна політика забезпечує ефективність всієї грошової системи, адже вона є одним з найважливіших важелів держави в особі Національного банку, що впливає не лише на окремі економічні процеси, а на конкурентоспроможність країни в цілому.

В Законі України «Про Національний банк України» визначено, що під грошово - кредитною політикою розуміють систему заходів у сфері кредиту та грошового обігу, направлених на забезпечення стабільності грошової одиниці України шляхом застосування визначених цим Законом методів і засобів [85]. Загальні науково - методичні підходи щодо тлумачення вітчизняними і зарубіжними науковцями поняття «грошово-кредитна політика» сформовані у Додатку А.

У наукових працях проф. Дзюблюк О. В. відзначає, що грошово-кредитна політика є одним із найголовніших важелів впливу держави на перебіг

економічних процесів із метою забезпечення фінансової стабільності та стимулювання виробничого зростання [21].

В свою чергу, Юхименко П. І. вважає, що грошово-кредитна політика - це частина економічної політики держави, сукупність законодавчих і нормативних актів, бюджетно-податкових та монетарних інструментів, інститутів і заходів державної влади, які відповідно до законодавства мають повноваження щодо формування і використання фінансових ресурсів держави, а також регулюють фінансово-кредитні потоки у секторах економіки у відповідності до стратегічних і тактичних цілей державної економічної політики [101, с. 265].

На відміну від попередніх думок щодо визначення поняття монетарної політики, існують й хибні. Так, багато вчених стараються інтерпретувати діяльність державних органів на рівні окремих домогосподарств, що зовсім невірно. Адже загальна грошово-кредитна політика повністю відрізняється від рішень, які приймаються людиною щодо особистих коштів. Це пояснюється насамперед масштабом наслідків таких дій. Так, рішення окремої людини може вплинути на долі максимум кількох людей. Інша справа - держава. Адже тут необхідно одночасно балансувати між джерелами і споживачами засобів, враховувати особливості всіх факторів, що впливають на механізми та принципи діяльності організацій та установ, які є повністю протилежними, мають різні форми власності та відповідно свої вимоги. Зрозуміло, що при реалізації інструменти монетарної політики вступають в протиріччя, саме тому основним завданням є їх максимальне згладжування.

Будь - яка країна, незалежно від рівня розвитку чи масштабів своєї економіки, не може (конкретніше - не повинна) діяти хаотично та необґрунтовано. Всі рішення владних структур повинні бути логічними, продуманими та цілеспрямованими. Власне, цьому принципу і підпорядкована монетарна політика, адже вона проводиться з метою мінімізації економічних коливань на всіх рівнях, починаючи від стабільного економічного зростання, забезпечення рівноваги платіжного балансу, та закінчуючи – повною зайнятістю ресурсів та нормалізацією рівня цін. Саме через це при дослідженні грошово-кредитної

політики України необхідно розглянути іноземний досвід, а також думки зарубіжних вчених щодо її сутності.

Так, на думку зарубіжного вченого Фредеріка Мишкіна, грошово-кредитна політика – це управління пропозицією грошей та процентними ставками [51, с. 41]. На переконання іноземних науковців Е. Дж. Долан, К. Д. Кемпбелла і Р. Дж. Кемпбелла, грошово-кредитна політика є урядовою політикою впливу на кількість грошей в обороті [23, с. 19].

Російські вчені Н. І. Волкова, Р. А. Герасименко і А. Т. Чашко наголошують, що монетарна політика є сукупністю заходів у сфері грошового обігу і кредитних відносин, які здійснює держава з метою регулювання економічного зростання, стримування інфляції, забезпечення зайнятості та збалансування платіжного балансу [13, с. 7]. В Україні головним суб'єктом реалізації монетарної політики виступає Національний банк, основним завданням якого є її ефективна реалізація, зокрема щодо забезпечення стабільності національної грошової одиниці.

Важливо розглянути пояснення терміну «грошово-кредитна політика» у вітчизняних нормативно-правових документах. Нормативно – правові основи трактування даного поняття, яке формувалося у процесі напрацювання законодавчої бази протягом довготривалого періоду розширення практики грошово-кредитного регулювання в Україні наведені у табл. 1.1.

Таблиця 1.1

**Нормативно-правові основи трактування поняття
«грошово-кредитна політика» [15; 34; 35; 85]**

№	Нормативно-правовий документ	Стаття	Зміст
1	<i>Конституційний Договір між Верховною Радою України та Президентом України про основні засади організації та функціонування державної влади і місцевого самоврядування в Україні на період до прийняття нової Конституції України</i> <i>(втратив чинність на підставі Закону N 254/96-ВР від 28.06.96)</i>	34	У питаннях, пов'язаних з проведенням грошової кредитної політики, Кабінет Міністрів України погоджує свої дії з Національним банком України, на який покладаються функції визначення і проведення цієї політики

Продовження табл. 1.1

2	<i>Конституція України</i>	100	Рада Національного банку України розробляє основні засади грошово - кредитної політики та здійснює контроль за її проведенням. Правовий статус Ради Національного банку України визначається законом.
3	<i>Господарський кодекс України</i>	10	... грошово - кредитна політика, спрямована на забезпечення економіки економічно необхідним обсягом грошової маси, досягнення ефективного готівкового обігу, залучення коштів суб'єктів господарювання та населення до банківської системи, стимулювання використання кредитних ресурсів на потреби функціонування і розвитку економіки ...
4	<i>Закон України «Про Національний банк України»</i>	1	... грошово-кредитна політика – комплекс заходів у сфері грошового обігу та кредиту, спрямованих на забезпечення стабільності грошової одиниці України через використання визначених цим Законом засобів та методів ...

Внаслідок світової фінансово - економічної кризи, яка безпосередньо вплинула на вітчизняну банківську систему та національне господарство, актуальними залишилися проблеми адекватного реагування центрального банку на викликані нею загрози, які мають глобалізаційний вплив.

До того ж, внаслідок прискорення процесів фінансової глобалізації та інтеграції національних фінансових ринків, Національний банк став чутливішим до зовнішніх шоків.

У свою чергу, це зумовило необхідність перегляду його стратегічних цілей, а також зміни пріоритетів при визначенні тактичних цілей грошово – кредитної політики.

Типи та значення грошово – кредитної політики обумовлені її цілями, основні види яких зображені на рис. 1.1.

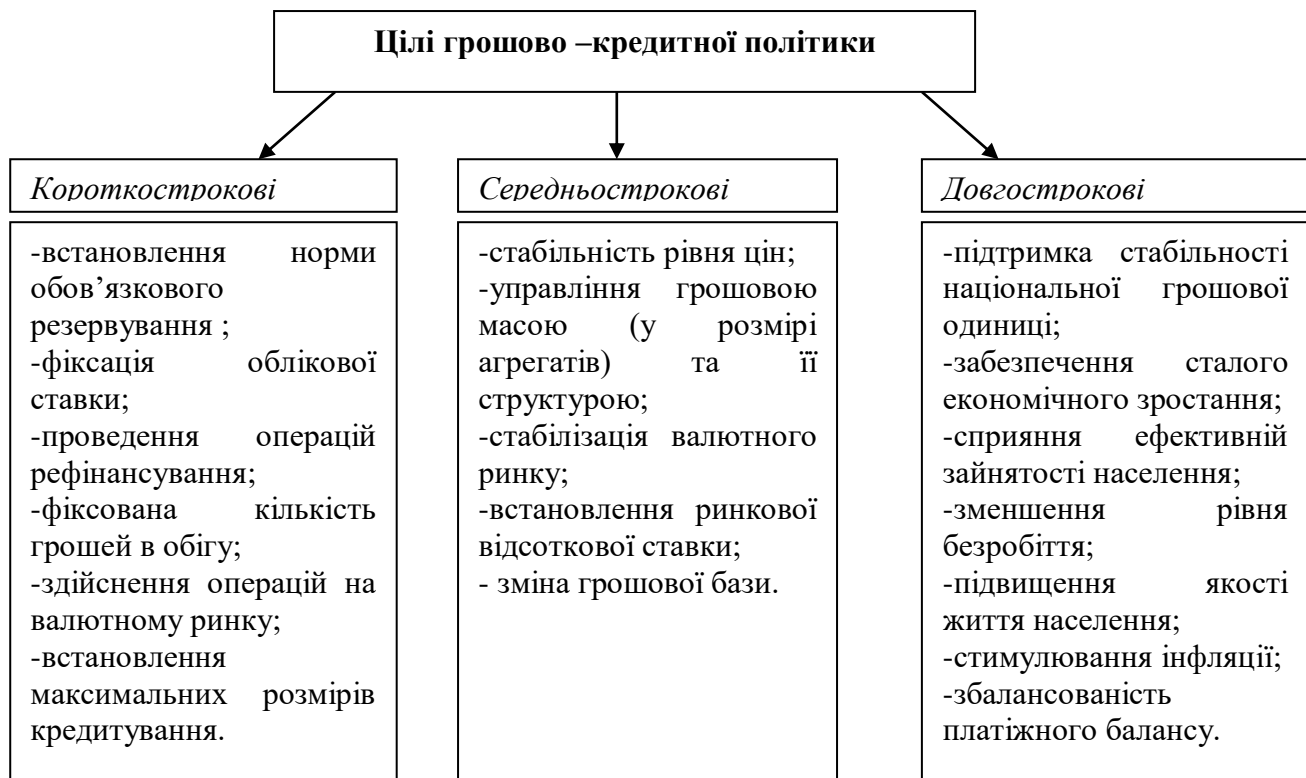


Рис. 1.1. Класифікація системи цілей грошово-кредитного регулювання [7]

Стратегічні цілі грошово - кредитної політики повинні бути повністю суміжними із довгостроковими цілями уряду. Так, вони мають спрямовуватися на економічне зростання, стабілізацію цін, збалансування платіжного балансу, і в жодному разі не можуть суперечити загальним цілям економічної політики держави.

За допомогою заходів лише монетарної політики одночасно досягти всіх цілей неможливо через обмеженість та специфіку її інструментарію. Тому в межах її реалізації зазначені стратегічні цілі виявляються несумісними. Зокрема, стабілізація цін вимагає застосування монетарних заходів, які призводять до погіршення кон'юнктури, спаду виробництва та зайнятості. І навпаки, для зростання виробництва необхідно вживати заходи, які призведуть до поживлення кон'юнктури і можуть спричинити зростання цін [50].

Через це Національний банк обирає одну з стратегічних цілей, і цей вибір залежить від існуючої економічної ситуації. Зазвичай, нею є стабілізація цін (або досягнення оптимального рівня інфляції), адже через вирішення цього завдання суміжно досягаються інші цілі. Проте, в кризових умовах виявилось, що

досягнення стабільності цін, а отже і купівельної спроможності національної грошової одиниці, зовсім не гарантує і не завжди забезпечує досягнення іншої цілі – стабільності банківської системи країни. До того ж, за сьогоднішніх нестійких умов забезпечення підтримки стабільності цін може суперечити досягненню фінансової стабільності, і навпаки.

Щодо проміжних цілей, то їх суть полягає у впливі на ті економічні процеси, які допоможуть досягти стратегічних цілей. Вони встановлюються на довготривалі часові інтервали, упродовж яких можуть бути реалізовані і проявляють свою ефективність. Так, якщо пріоритетною ціллю обрано економічне зростання при скороченні безробіття, то проміжною може бути поживлення ринкової кон'юктури. Важливо зазначити, що від правильного поєднання тактичних цілей, безпосередньо залежить ефективність виконання багатьох регулятивних завдань, зокрема - змінами валютного курсу чи відсоткової ставки можна мінімізувати інфляційний ефект від зростання маси грошей в обігу.

Основне призначення проміжного орієнтира – полегшити процедуру напрацювання та прийняття рішень щодо вектору монетарної політики, зробити її більшою мірою прозорою та зрозумілою. Це обумовлено тим, що взаємозв'язок між кінцевою та проміжною цілями грошово-кредитної політики вкрай складний і не завжди до кінця зрозумілий. Імпульси монетарної політики, які надсилаються економіці через операції та інструменти центрального банку, позначаються на динаміці загального рівня цін з певним часовим запізненням (лагом). Вибір проміжного орієнтира є важливий тому, що займає проміжне місце між операційною і кінцевою цілями грошово-кредитної політики.

У процесі здійснення монетарної політики НБУ для досягнення поставлених цілей використовує певний інструментарій, який охоплює:

- визначення норм обов'язкових резервів;
- процентну політику;
- рефінансування комерційних банків;
- операції з цінними паперами на відкритому ринку;

- підтримання курсу національної валюти;
- регулювання імпорту та експорту капіталу.

В залежності від цілей та інструментів, що використовуються для їх досягнення, розрізняють різні режими таргетування грошово-кредитної політики, що являють собою сукупність правил і процедур проведення центральним банком монетарної політики, основні характеристики яких продемонстровані на рис. 1.2.

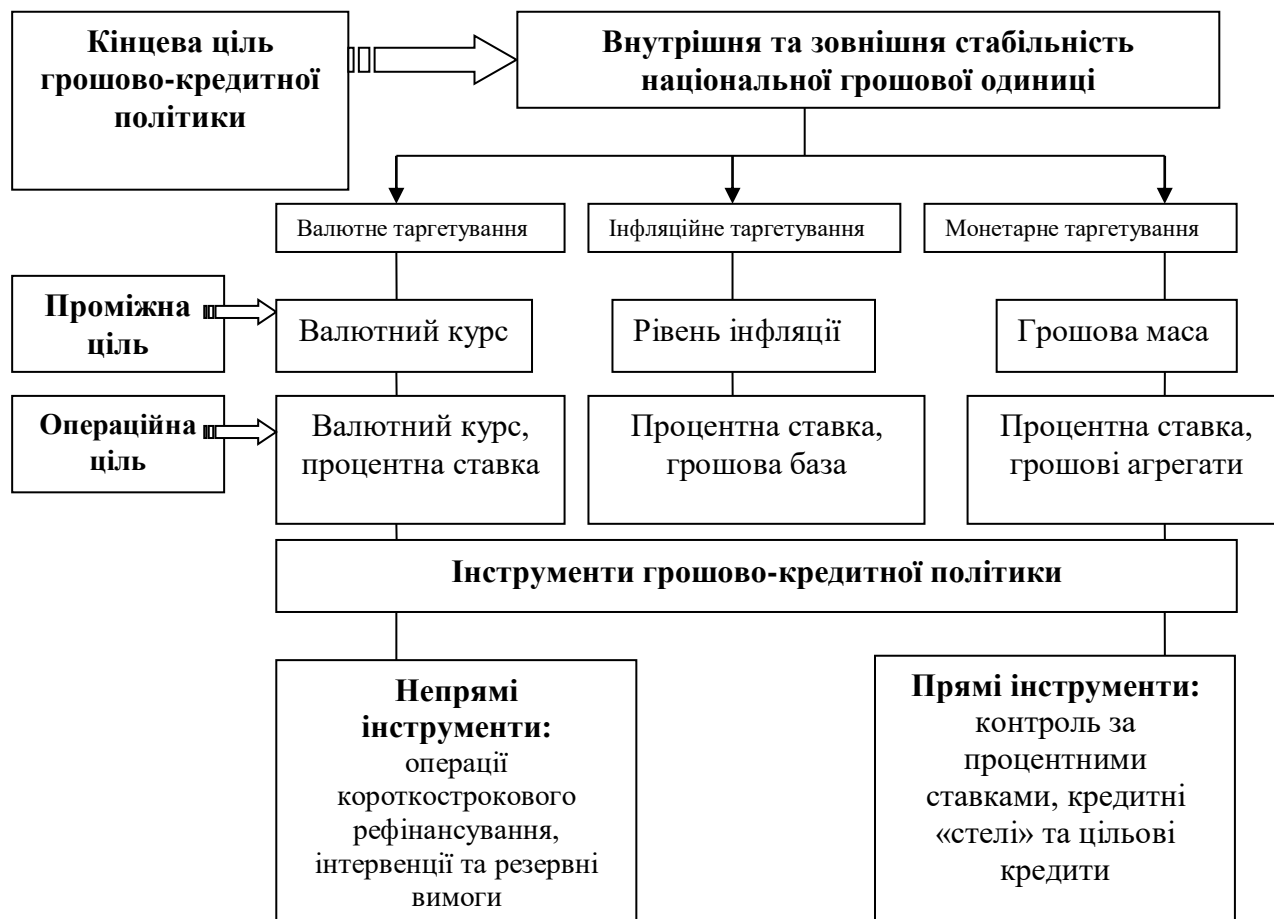


Рис. 1.2. Основні режими таргетування монетарної політики [16]

Враховуючи те, що головним каналом впливу на національну економіку є саме банківська система, то в якості основних стратегічних цілей грошово-кредитної політики Національного банку разом із ціною стабільністю, все більшої важливості набуває забезпечення економічного розвитку та ліквідності банківського сектора в сучасних нестабільних умовах.

Так, досвід провідних країн в період фінансових криз свідчить, що обрання пріоритетом досягнення цінової стабільності зовсім не гарантує зменшення

ризиків банківських операцій, а швидше, навпаки - сприяє стрімкому зростанню заборгованості домашніх господарств та формуванню так званих «цінових бульбашок» на ринку активів, що власне і сприяло виникненню іпотечної кризи. Саме тому, центральні банки були змушені проводити валютні інтервенції та підвищувати процентні ставки, тобто безпосередньо втручатися в механізми ціноутворення на фінансовому ринку. В кінцевому підсумку, такі дії сприяли закріпленню спотворення цін на різні групи активів, що завдавало значних збитків реальній економіці.

Саме тому, перед центральними банками постає актуальне питання щодо розробки таких ефективних механізмів впливу на економічний розвиток, які б визначалися не лише забезпеченням стабільності і ефективної роботи банківської системи країни, але й би визначалися адекватними діями самої грошової влади, що підвищувало б до неї довіру з боку населення.

Таким чином, пошук нових підходів до визначення пріоритетів грошово-кредитної політики в сучасних умовах є складним процесом, який передбачає не лише нагромадження теоретичних знань, іноземного досвіду ефективної монетарної політики, але і напрацювання власних практичних механізмів з урахуванням минулого вітчизняного досвіду, наслідків застосування тих чи інших інструментів впливу на фінансові ринки та банківський сектор.

1.2. Характеристика та класифікація інструментів реалізації грошово-кредитної політики

Основна суть грошово - кредитної політики полягає у тому, що її ефективна реалізація повинна відбуватися на основі досягнення поставлених цілей шляхом використання конкретних інструментів. Однак не завжди причиною економічного спаду та уповільнення розвитку національної економіки є неефективне макроекономічне регулювання. Адже часто виникають ситуації, коли існує необхідність паралельного розв'язання кількох економічних проблем, одночасне

вирішення яких неможливе. Саме тому важливим є детальне вивчення інструментів грошово – кредитної політики та особливостей їх використання.

Інструменти монетарної політики, які застосовуються Національним банком України, визначені у ст. 25 Закону України «Про Національний банк України». В загальному їх прийнято ділити на дві основні групи, які представлені на рис. 1.3.

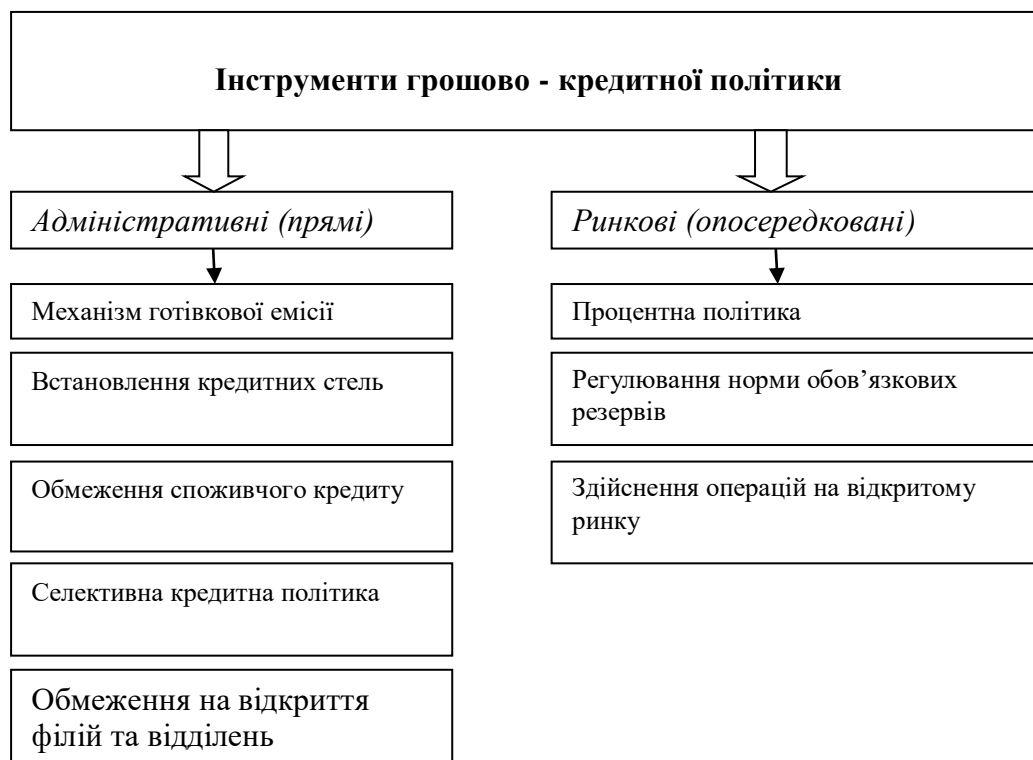


Рис. 1.3. Інструменти грошово – кредитної політики [49]

Адміністративні інструменти мають форму директив, постанов та інструкцій НБУ, що використовуються з метою обмеження сфери діяльності кредитних установ (лімітне кредитування для окремих банків; пряме регулювання відсоткової ставки, ліміти на вартість кредитів, що надаються окремим галузям тощо).

Під **ринковими інструментами** розуміють сукупність дій та способів впливу НБУ на грошову пропозицію шляхом формування конкретних умов на грошовому ринку та ринку капіталів. Саме цей вид є більш гнучким, і досить легко пристосовується до існуючої економічної ситуації, що є причиною застосування більшістю центральних банків саме цього виду інструментів.

З точки зору регулювання пропозиції грошей, найбільш дієвим інструментом є операції на відкритому ринку, суть яких полягає в купівлі-продажу Національним банком урядових цінних паперів на відкритому ринку. Під час цього процесу Національний банк вступає у відносини з комерційними банками, нефінансовими організаціями і населенням, купуючи або продаючи урядові цінні папери.

Згідно із Законом України «Про Національний банк України» операціями на відкритому ринку НБУ є купівля-продаж казначейських, а також цінних паперів (крім цінних паперів, що підтверджують корпоративні права) та боргових зобов'язань, визначених Правлінням НБУ [85].

Так, якщо НБУ продає урядові цінні папери, то в результаті у комерційних банків (і не тільки) зосереджуються ці ж цінні папери, а в НБУ - гроші. Це скорочує банківські резерви і здатність комерційних банків до кредитування, що в свою чергу призведе до скорочення грошової пропозиції, внаслідок чого відсоткова ставка на кредити і депозити зросте, а інвестування знизиться. Це так звана політика «дорогих» грошей, яка є одним з елементів рестриктивної політики держави. Зовсім протилежною є політика «дешевих» грошей, котра здійснюється шляхом збільшення кількості грошей в економіці і спрямована на стимулювання економічного зростання та зайнятості.

В загальному, основні відмінності політики «дешевих» та «дорогих» грошей наведені у табл. 1.2.

Таблиця 1.2

Моделі грошово – кредитної політики Центрального банку [49]

Політика «дешевих грошей»	Політика «дорогих грошей»
Купівля ЦБ державних облігацій на біржі	Продаж ЦБ державних облігацій на біржі
Зниження облікової ставки	Підвищення облікової ставки
Зменшення норми банківських резервів	Збільшення норми банківських резервів

Цікавим є те, що у розвинених країнах операції з цінними паперами на відкритому ринку вже давно набули широкої популярності, і ефективно використовуються на даний час. В свою чергу, в Україні, ринок державних цінних паперів функціонує лише з 1995 року у вигляді облігацій внутрішньодержавної позики.

Механізм дії операцій на відкритому ринку як інструмента монетарної політики відображений на рис. 1.4.

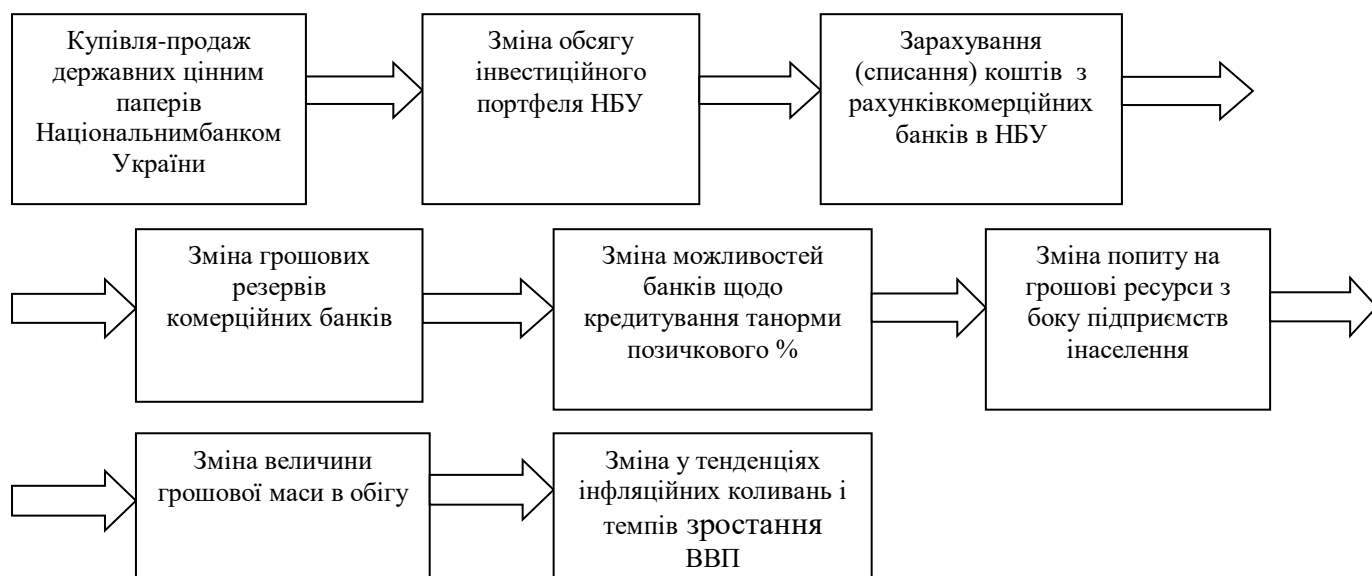


Рис. 1.4. Механізм дії операцій на відкритому ринку як інструмент монетарної політики [84]

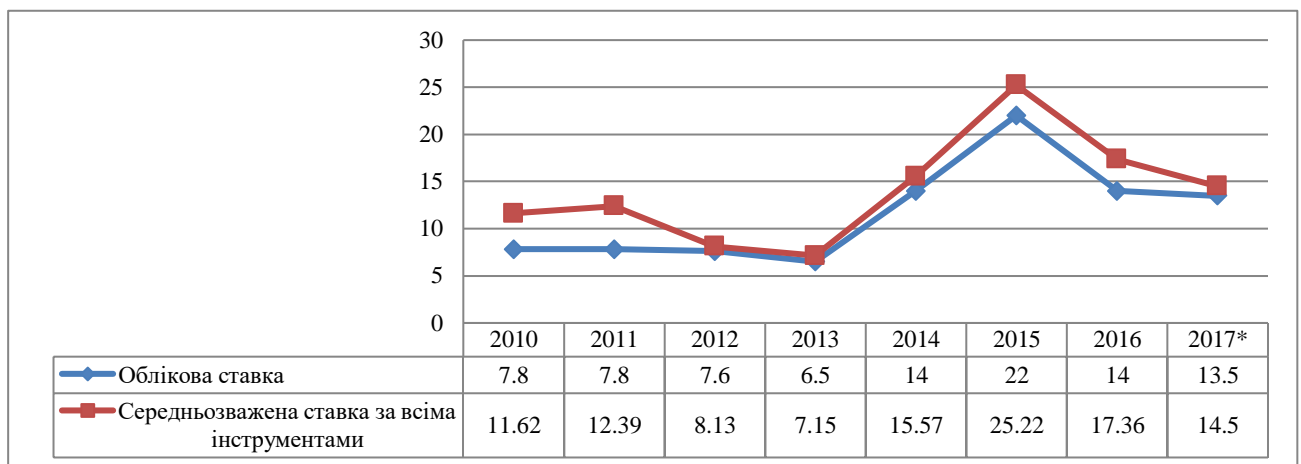
Оскільки комерційні банки здійснюють купівлю - продаж державних цінних паперів на добровільних засадах, то умовою того, що вони візьмуть участь у цих операціях є ринкова привабливість останніх, яка відображається у їх ціні. Важливо зазначити, що ставка відсотку за державними цінними паперами в подальшому є орієнтиром для вартості цінних паперів недержавного сектора.

Наступним інструментом монетарної політики є регулювання ставок рефінансування комерційних банків, що здійснюється Національним банком України. Облікова ставка - це відсоток, під який Національний банк надає кредити комерційним банкам.

НБУ може надавати безпосередньо позику комерційним банкам, призначаючи низьку дисконтну ставку, що призводить до збільшення резервів у комерційних банках і зростання пропозиції грошей, а це відповідно знижує процентну ставку на грошовому ринку. І навпаки, підвищуючи облікову ставку, НБУ скорочує резерви комерційних банків. Таким чином, у них погіршуються можливості до кредитування економіки, пропозиція грошей зменшується, а відсоткова ставка зростає.

Саме цей інструмент реалізації грошово - кредитної політики НБУ часто викликав суперечності в економістів та банкірів. Найбільш важливою серед ставок рефінансування є облікова ставка, вона є найнижчою, її рівень підтримується відповідно до рівня інфляції. Тому вона є певним індикатором грошово-кредитного ринку, а її зміна служить сигналом до зміни не тільки інших ставок рефінансування, але й ставок за кредитами і депозитами у комерційних банках, інших процентних ставок на грошовому ринку, оскільки свідчить про зміну монетарної політики загалом.

Облікова ставка в Україні протягом тривалого періоду не була стабільною, і набувала різких коливань, що негативно відобразалося на настроях і очікуваннях населення, що можемо спостерігати на рис. 1.5.



*жовтень

Рис. 1.5. Процентні ставки рефінансування банків Національним банком України у 2010 – 2017 роках [57]

З рисунку видно, що на кінець 2010 року облікова ставка Національного банку України становила 7,8%, а середньозважена облікова ставка за всіма інструментами Національного банку України становила 11,6%. Вже у 2015 році вона зросла з 19,5% до 22%. Що стосується 2017 року, то в період січня - жовтня облікова ставка коливалася в межах 12 - 14%, а середньозважена ставка за всіма інструментами 14,5 - 16%.

В свою чергу, середньозважені процентні ставки за кредитами в національній валюті знизились для юридичних осіб з 15,2 % на початку 2017 року до 13,9 % у вересні та для фізичних осіб – з 29,7 % до 28,8 %.

З метою ефективного впливу зміни облікової ставки НБУ на економіку, вона має здійснюватись порівняно плавно, без значних стрибків та мати цілеспрямований характер.

В свою чергу, Національний банк має вчасно реагувати на загальну господарську кон'юнктуру, темпи інфляції, динаміку ВВП, рівень безробіття, не допускаючи різних спадів і «перегрівів» у роботі економічної системи.

В загальному механізм здійснення монетарної політики через зміну ставок рефінансування можна розглянути на рис. 1.6.

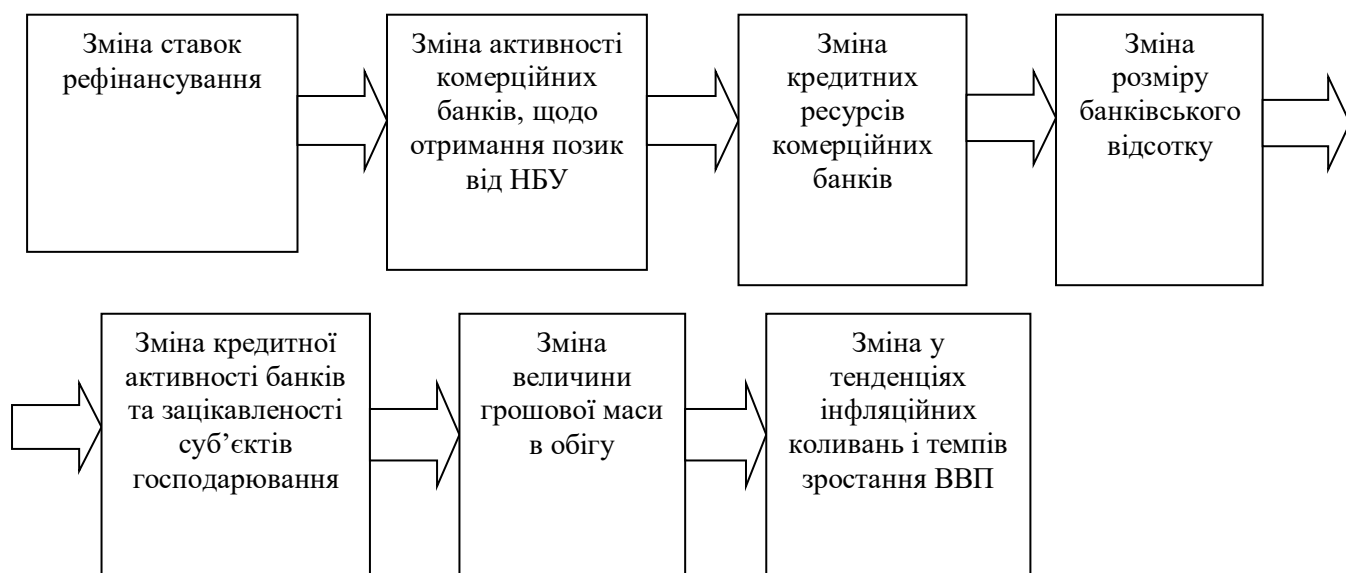


Рис. 1.6. Механізм дії ставок рефінансування як інструмента монетарної політики [82]

В кінцевому підсумку, спрямування зміни облікової ставки НБУ залежить від типу монетарної політики та мети регулятивного процесу, спрямованого на обмеження чи розширення кредитних можливостей банківської системи країни.

Дія механізму регулювання Національним банком облікової ставки та її вплив на економіку представлена на рисунку 1.7.



Рис. 1.7. Вплив облікової ставки НБУ на економіку [49]

В сьогоденнішніх нестабільних умовах важливим інструментом грошово-кредитної політики є регулювання норм обов'язкових резервів, які являють собою певний вид страхування ризиків банківської діяльності. Адже за несприятливих обставин, коли відбувається масове вилучення фінансових ресурсів з банківських рахунків саме за допомогою коштів резервного фонду (без загрози функціонуванню самого банку) задовольняються потреби клієнтів. Проте, як вважають економісти, на практиці існують певні труднощі у реалізації механізму відшкодування коштів клієнтам банку в разі його неплатоспроможності, причиною яких називають недостатнє нормативно-правове регулювання процедури повернення коштів із фонду обов'язкових резервів.

Як показує світова практика, величина мінімальних обов'язкових резервів у країнах із слаборозвиненою економікою є вищою, ніж у розвинених країнах. Низькі норми мінімальних резервів або повну відмову від них можуть собі дозволити лише ті країни, в яких економіка є стабільною, а грошова сфера не піддається впливу різких коливань, насамперед тих, що спричинені дією зовнішніх факторів.

При встановленні норми резервування важливо враховувати довготерміновий характер її дії, відсутність гнучкості та оперативності впливу цього інструменту, а також усвідомлювати можливі негативні наслідки, до яких може призвести надмірна частота його зміни (зниження ефективності функціонування банків через неможливість планування ними кредитного портфелю, проблеми у реалізації грошово - кредитної політики тощо).

Встановлення норм мінімальних обов'язкових резервів необхідно здійснювати з врахуванням часових інтервалів у результатах його застосування. Використання даного важеля розвиненими країнами пов'язано з циклічними коливаннями, що характерні будь-якій економічній системі. За допомогою ефективного використання даного інструменту можна сприяти підвищенню кредитної діяльності під час спаду ділової активності.

В умовах перехідної економіки України, де кризові явища господарської системи спричинені не циклічними коливаннями ринкової кон'юнктури, а глобальною трансформацією усієї господарської системи, використання норм резервування в комплексі з іншими інструментами грошово-кредитної політики, в першу чергу забезпечує стримування високих темпів інфляції у економіці. З огляду на це, постає питання вивчення механізму дії даного інструменту та з'ясування характеру його впливу на фінансово-кредитну сферу економіки країни, який представлений на рис. 1.8.

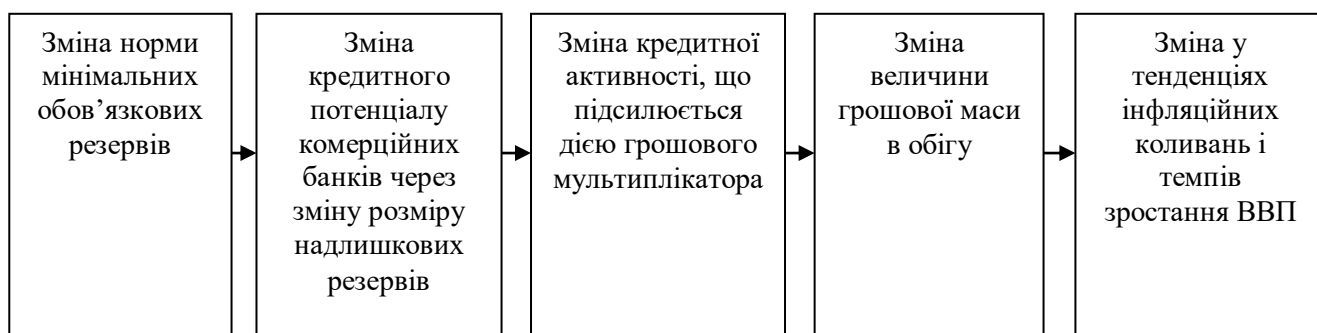


Рис. 1.8. Механізм дії норми мінімальних обов'язкових резервів як інструмента монетарної політики [82]

З рисунку 1.8 бачимо, що у разі зниження норми резервування, надлишкові резерви комерційних банків будуть збільшуватися, що пояснюється необхідністю резервування меншої суми коштів на рахунку в Національному банку, а це відповідно вплине на підвищення активності кредитної діяльності з паралельним поживаленням попиту на банківські ресурси. В свою чергу, при високій кредитній активності із збільшенням грошової маси за умов ефективної грошово-кредитної політики, відбувається зростання реального ВВП та незначне підвищення рівня інфляції, коли в разі неефективної монетарної політики зростатиме лише номінальний ВВП, хоча збільшення інфляції буде відчутним.

У випадку підвищення норми обов'язкових резервів, у зв'язку з відволіканням коштів у резерви, величина надлишкових банківських резервів зменшиться. В свою чергу, це вплине на зменшення кредитної активності через скорочення обсягу банківських кредитних ресурсів, що разом із припиненням дії ефекту грошового мультиплікатора сприяє зменшенню грошової маси. Позитивним результатом цього є зниження інфляційних процесів, а негативним – зменшення темпів росту ВВП.

Отже, можна стверджувати, що залежно від існуючої економічної ситуації в країні, виникає необхідність застосовувати різні інструменти грошово-кредитної політики. Національний банк володіє різноманітним інструментарієм, ефективно та комплексне використання якого дає змогу забезпечити макрофінансову стабілізацію в країні.

Саме тому можна стверджувати, що грошово-кредитна політика у вузькому розумінні - це валютна політика зі своїм інструментарієм, у складі якого є ревальвація і девальвація валюти, а також валютний демпінг та валютна інтервенція [82, с. 281].

Для того, щоб створити максимально ефективну комбінацію інструментів грошово-кредитної політики у існуючій економічній ситуації з ціллю найбільш вдалого фінансового регулювання, необхідно розглянути порівняльну характеристику всіх ринкових інструментів, що зображена у табл. 1.3. Це дасть змогу побачити усі переваги та недоліки, що їм притаманні.

Таблиця 1.3

Порівняльна характеристика основних інструментів управління грошово-кредитними відносинами на макроекономічному рівні [19, с. 227]

<i>Критерій оцінки</i>	<i>Мінімальні обов'язкові резерви</i>	<i>Ставки рефінансування</i>	<i>Операції на відкритому ринку</i>
<i>Вплив на кредитний потенціал комерційних банків</i>	Через регулювання пропозиції кредитних ресурсів – зміна резервів	Через регулювання попиту на кредити – ціновий механізм	Через вплив на пропозицію кредитних ресурсів – зміна резервів
<i>Вплив на зміну грошової маси</i>	Прямий – через регулювання ресурсної бази комерційних банків і кредитних вкладень в економіку	Опосередкований – через регулювання кон'юнктури на грошовому ринку	Прямий - через зміну кредитних можливостей комерційних банків і обсягів кредитування
<i>Характер впливу на економічні процеси</i>	Одноканальний – шляхом впливу на можливості комерційних банків надавати позики	Багатоканальний – через операції комерційних банків, фондовий ринок, валютні відносини	Одноканальний (лише з комерційними банками) або багатоканальний (з іншими СПД на фондовому ринку)
<i>Механізм взаємовідносин Центрального банку з комерційними банками</i>	Адміністративний – встановлення норм обов'язкових резервів у примусовому порядку	Економічний – зацікавленість комерційних банків у позиках Центрального банку на умовах останнього	Економічний – зацікавленість комерційних банків у придбанні цінних паперів за ознакою їх дохідності

Лише за умов оперативності, обдуманості та точності дії механізмів ефективною грошово-кредитної політики, основою якої є розвиток фінансових інституцій та розгалуженої інфраструктури у вигляді валютного, фондового та інших секторів фінансового ринку, можна забезпечити економічне зростання та фінансову стабільність. Тільки за рахунок раціонального поєднання ринкових інструментів з врахуванням характеру їх впливу, можливо досягнути стабільності грошової одиниці держави, що в подальшому створить передумови для стійкого економічного розвитку.

1.3. Аналіз переваг та недоліків режимів таргетування при виборі цільового орієнтиру монетарної політики

В сучасних умовах точаться запеклі дискусії щодо вибору Національним банком України цільових орієнтирів монетарної політики, оскільки в Постанові від 18.08.2015 року № 541 «Про основні засади грошово-кредитної політики на 2016 – 2020 роки» було задекларовано перехід до інфляційного таргетування [73]. Значна кількість провідних фахівців вважає таку зміну цільових орієнтирів вкрай невчасною. За таких обставин, пріоритетним нині залишається з'ясування економічної сутності та механізму впливу режимів грошово-кредитної політики центрального банку на перебіг економічних процесів в країні.

Загалом режим грошово-кредитної політики представляє собою сукупність правил і процедур проведення центральним банком монетарної політики. Ключовою його особливістю є вибір так званого «проміжного цільового орієнтиру», тобто певного номінального монетарного показника, який займає проміжне місце між операційною і кінцевою цілями грошово-кредитної політики. Основне його призначення полягає у напрацюванні та прийнятті рішень щодо вектору монетарної політики як найбільш прозорої та зрозумілої. Це пояснюється тим, що взаємозв'язок між кінцевою та проміжною цілями грошово-кредитної політики вкрай складний і не завжди до кінця зрозумілий.

Щоб забезпечити ефективність застосування проміжного орієнтиру, останній повинен відповідати наступним критеріям:

1) достатньо легко піддаватися контролю за допомогою операційної цілі монетарної політики, тобто між даними показниками повинен бути стійкий взаємозв'язок з незначною (прийнятною) кількістю лагів (часових інтервалів);

2) гарантувати контроль центрального банку над кінцевою ціллю монетарної політики, тобто повинен бути стійкий взаємозв'язок між ним і динамікою цін в економіці також з прийнятним часовим лагом.

Показник, який відповідає цим критеріям, може слугувати не тільки «компасом» для прийняття рішень стосовно операційної цілі, але і виконувати роль [102]:

а) випереджаючого індикатора інфляції (його зростання обумовлює підвищення загального рівня цін в економіці);

б) показника монетарного імпульсу (оскільки він змінюється в результаті дій центрального банку).

Для досягнення бажаних цілей (стабільність цін, економічний ріст, забезпечення рівноваги платіжного балансу тощо) центральний банк використовує свої основні інструменти (операції на відкритому ринку, встановлення норми мінімальних обов'язкових резервів, облікова ставка, операції на міжбанківському валютному ринку).

Таким чином, змінюючи грошову базу, він безпосередньо впливає на кількість грошей в обігу. Визначаючи умови кредитування комерційних банків, Національний банк впливає на їх процентні ставки, а оперуючи золотовалютними резервами - змінює обмінний курс.

І тут постає важливе питання, яке впливає із визначенням цілей монетарної політики: яку стратегію у вигляді відповідного режиму таргетування необхідно обрати? Таргетування (від англійського target - мета) можна розглядати як здійснення державою вибору так званої економічної «мішені», на яку треба впливати, щоб досягти бажаної мети. Такою мішенню може бути: грошова маса, інфляція або валютний курс.

Відповідно до цього у світовій економіці розрізняють три основні режими грошово-кредитної політики, а саме:

1) валютне таргетування, яке спрямоване на підтримку стабільності обмінного курсу національної валюти;

2) монетарне таргетування, що передбачає підтримання певного рівня грошової маси в обігу з метою забезпечення стабільного попиту на гроші;

3) інфляційне таргетування, яке означає вибір певного рівня інфляції, який необхідно утримувати за допомогою засобів монетарної політики.

За даними Міжнародного валютного фонду (МВФ) у 2014 році, найбільш розповсюдженим є режим таргетування обмінного курсу – його використовують 48,2% країн-учасниць МВФ. На другому місці за популярністю – інфляційне таргетування (17,8%) і на третьому – режим таргетування грошових агрегатів, які застосовують 13,6 % країн-учасниць МВФ. Більше як 20% країн використовують інші види режимів.

Таблиця 1.4

Режими грошово-кредитної політики в розрізі країн [52]

Режим	Таргетування обмінного курсу	Монетарне таргетування	Інфляційне таргетування	Інше
<i>Кількість країн</i>	48,2% країн-учасниць МВФ (92 країни)	13,6 % країн-учасниць МВФ (26 країн)	17,8% країн-учасниць МВФ (34 країни)	20,4 % країн-учасниць МВФ (39 країн)
<i>в тому числі</i>	Данія, Казахстан, Латвія, ОАЕ, Хорватія та ін.	Аргентина, Китай, Казахстан, Узбекистан та ін.	Австралія, Канада, Україна, Норвегія, Польща, Чехія та ін.	Білорусь, Індія, Росія, США, країни зони євро та ін.

При детальному розгляді режимів таргетування виникає чимало запитань, зокрема щодо того, застосування якого з них є найбільш вдалим для нашої економічної системи в сучасних умовах фінансової глобалізації, виходячи із стратегічних завдань монетарної політики. Адже кожен із них має як свої переваги, так і свої недоліки, основні з яких записані у табл. 1.5.

Таблиця 1.5

Переваги та недоліки режимів таргетування [20]

<i>Переваги</i>	<i>Недоліки</i>
Монетарне таргетування	
високий рівень координації монетарної і макроекономічної політики	невизначеність майбутньої динаміки цін
можливість швидкого реагування з боку центрального банку	недостатня інформативність для суспільства з точки зору динаміки грошових агрегатів
передбачуваність і транспарентність дій центрального банку	неможливість контролю грошової маси при високій частці готівки

автономія грошово-кредитної політики	недієвість у разі значних коливань попиту на гроші
Інфляційне таргетування	
забезпечення гнучкої валютно-курсової політики	вплив на динаміку інфляції факторів, які не контролюються центральним банком
довіра з боку населення до політики центрального банку	послаблення гнучкості монетарної політики
створення умов для збалансованого розвитку усіх секторів і галузей економіки	обмеження можливостей стимулювання економічного росту і зниження безробіття

Продовження табл. 1.5

Валютне таргетування	
високий рівень інформативності для суспільства (валютний курс як «номінальний якір», за яким легко спостерігати)	залежність монетарної політики від зовнішньоекономічних факторів
низькі інфляційні очікування	можливість притоку короткострокового спекулятивного капіталу
довіра суб'єктів господарювання до макроекономічних показників	ризик дестабілізації фінансової системи унаслідок світових валютних криз

Аналіз світового досвіду реалізації режимів таргетування свідчить про те, що у більшості високорозвинутих країн переважає інфляційне таргетування. Валютний режим монетарної політики передбачають країни із відкритою національною економікою, де стан внутрішнього ринку залежить в основному від експорту - імпорту та руху капіталу. Країни із високою інфляцією та нерозвинутим фінансовим сектором віддають перевагу монетарному таргетуванню.

За визначенням Європейського центрального банку, режимом монетарного таргетування називається стратегія грошово-кредитної політики, спрямована на забезпечення цінової стабільності через зростання грошей на рівні заздалегідь оголошеного значення таргету [55]. Теоретичним обґрунтуванням режиму монетарного таргетування є положення кількісної теорії грошей, згідно з якою запровадження такого режиму передбачає наявність прямої залежності між пропозицією грошей і значенням інфляції.

Для ефективного запровадження монетарного таргетування в країні

необхідно, щоб швидкість обертання грошей в ній знаходилася протягом визначеного горизонту приблизно на одному рівні. Іншими словами, щоб були стабільними попит на гроші та зв'язок між зміною грошової маси та інфляцією, а це є непростим завданням для центрального банку. Адже є чимало важкопрогнозованих факторів, що мають безпосередній вплив на попит грошей, зокрема: стабільність міжнародних фінансових ринків, зміни в суспільно-економічних відносинах, інтенсивність товарно-грошового обігу тощо.

Протягом 1970–2000 рр. режим таргетування грошових агрегатів запроваджували такі країни, як Англія, Греція, Грузія, Китай, Албанія та ін. Проте, через низьку ефективність впливу проміжних орієнтирів на цінову стабільність, яка є кінцевою метою, більшість із країн були змушені від нього відмовитися.

В свою чергу, прикладами ефективного таргетування грошової маси є політика Німеччини та Швейцарії. Показники монетарних таргетів у цих країнах досягались лише 50%, проте інфляцію вдавалось утримувати на середньорічному рівні, що не перевищував 3%. Ефективність даного режиму в Німеччині та Швейцарії ґрунтувалась на довірі населення до монетарної влади [90, с. 280].

Український науковець Т. Сліпченко зазначає, що «основними перевагами монетарного таргетування як монетарного режиму є «суверенність»: центральний банк обирає цільовий показник інфляції і має змогу коригувати політику залежно від внутрішніх змін обсягу виробництва, а також тісний зв'язок з інструментами грошово-кредитної політики, тобто високий рівень контролю з боку центрального банку, оскільки грошові агрегати досить швидко вимірюються, і, відповідно, звіти про виконання монетарних таргетів доносяться до громадськості з досить короткими часовими лагами – до кількох тижнів» [94, с. 235].

Отже, можна вважати, що основною перевагою даного режиму є висока координація загальної макроекономічної та монетарної політики, швидке реагування з боку центрального банку та транспарентність і передбачуваність його дій, що пов'язане з повною інформованістю суспільства.

До недоліків можна віднести неможливість контролю над грошовою масою

за високої частки готівки, недовіра у разі значних коливань попиту на гроші, неоднозначність зв'язку між змінами пропозиції грошей та реальними показниками в часових інтервалах [81, с. 143].

Зважаючи на неможливість центрального банку забезпечувати цінову стабільність за допомогою таргетування проміжних показників, ряд центральних банків світу на початку 90-х років почали використовувати більш гнучкий режим грошово-кредитної політики - таргетування інфляції.

За визначенням Європейського центрального банку, інфляційне таргетування - це стратегія монетарної політики, спрямована на підтримання стабільності цін і зосереджена на мінімізації відхилень у прогнозах інфляції від оголошеної інфляційної мети [55].

Запровадження інфляційного таргетування в країні вимагає низки передумов, які б вплинули на його ефективне застосування. До таких можна віднести:

1) наявність в центрального банку чіткого бачення, як ті чи інші заходи грошово-кредитної політики впливатимуть на реальний сектор економіки. Виходячи з цього, визначається необхідний інструментарій, і часові проміжки його застосування;

2) незалежність центрального банку, що полягає у самостійному виборі ним оперативних, проміжних та кінцевих цілей та інструментів їх досягнення. У світовій економіці прийнято виділяти два види незалежності – повну і цільову.

Поняття «повної незалежності» говорить само за себе, і означає, що центральному банку надається майже необмежена можливість застосовувати інструменти грошово-кредитної політики, за що на нього, зрозуміло, покладається повна відповідальність. До того ж, основні технічні параметри встановлюються або у вигляді домовленостей після відповідних узгоджень з урядом, або самим ж урядом (на основі показників бюджету). До країн із таким видом незалежності ми можемо віднести Великобританію, Нову Зеландію, Канаду, Австралію та Норвегію.

Цільова незалежність центрального банку полягає в обмеженому наданні

йому повноважень, що полягають у застосуванні лише тих інструментів грошово-кредитної політики і в тих межах, які необхідні для досягнення визначеної урядом цілі (характерна для Латинської Америки, Східної Європи і Азії - Бразилії, Колумбії, Перу, Мексики і Таїланду). Її особливостями є наступні:

1) високий рівень системи комунікацій з боку центрального банку, що полягає в наданні суспільству повної, об'єктивної та всебічної інформації щодо стану інфляційних процесів, а у випадку недотримання оголошеного таргету - точних і однозначних пояснень щодо причин і вжитих заходів для подолання такої ситуації. До складу найбільш поширених способів комунікації належать: регулярні інфляційні звіти, виступи представників центрального банку, публічні круглі столи, статті і огляди в наукових та публіцистичних виданнях, розміщення інформації на інтернет-порталах тощо.

2) високорозвинена фінансова система і, особливо - наявність високоліквідного ринку державних цінних паперів;

3) зважена бюджетна політики та її належна координація із грошово-кредитною політикою тощо.

В загальному, таргетування інфляції включає три основні фази:

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

Інфляційне таргетування проводиться в тому чи іншому ступені гнучкості і відповідальності, види і особливості яких наведені у табл. 1.6.

Таблиця 1.6

Ступінь гнучкості інфляційного таргетування [107, с. 21]

<i>Характеристика</i>	<i>Інфляційне таргетування</i>		
	<i>повноцінне</i>	<i>еклектичне</i>	<i>полегшене</i>
Довіра до влади	середнє і високе	високе	низьке
Визначення інфляційної цілі	високе	доволі низьке	низьке
Гнучкість у відношенні інших цілей	низьке	високе	високе

Як бачимо із таблиці, основні види інфляційного таргетування мають різні характерні ознаки. Так, повноцінне інфляційне таргетування має високу прозорість і відповідальність зі сторони центрального банку за прийняті рішення. В свою чергу, еклектичне – дає можливість зберігати інфляцію на низькому стабільному рівні без повної прозорості і звітності відносного рівня, що можливо в умовах високої фінансової стабільності і дозволяє підтримувати на належному рівні й інші макроекономічні показники (зайнятість, економічний ріст та платіжний баланс). Полегшене інфляційне таргетування передбачає високий рівень закритості політики центрального банку, що спричиняє низький рівень довіри до влади.

Таргетування валютного курсу ґрунтується на тому, що центральний банк через зміни відсоткових ставок і прямих валютних інтервенцій намагається забезпечити стабільність національної валюти.

Суспільство завжди цінує стабільність, особливо якщо це стосується валютного курсу, який на сьогоднішній день виконує «сигнальну» роль і свідчить про стабільність внутрішнього ринку. У монетарній владі таким чином з'являється можливість підтримувати довіру до своєї діяльності завдяки доступності оперативної інформації про виконання взятих власних зобов'язань, тому валютний курс є найбільш очевидним і зрозумілим для суспільства.

Ще однією важливою рисою режиму підтримки стабільного валютного курсу є можливість раціональних економічних агентів оцінити наявність доступних валютних резервів центрального банку, динаміку імпорту та експорту, структуру зовнішнього державного боргу. Здійснюючи таргетування валютного курсу, держава зобов'язується підтримувати вартість одного активу, тому суспільство більше довіряє монетарній владі у випадку контролю лише одного параметру, аніж у здатності контролювати інфляцію, яка залежить від цін на цілий спектр товарів. Для успішного досягнення цілей за допомогою таргетування обмінного курсу необхідний достатній обсяг валютних резервів, суворі фінансова дисципліна та незалежність грошової політики [84].

У світовій економіці, крім відомих режимів таргетування, країни часто реалізують власну грошово-кредитну політику без номінального якоря, яка передбачає відмову монетарної влади від прийняття будь-яких зобов'язань із досягнення конкретних значень номінальних показників: обмінного курсу, рівня інфляції, темпів зростання грошових агрегатів. Проте, економісти виділяють ряд недоліків такого виду політики, зокрема монетарна політика стає повністю залежною від планів та політичних поглядів керівництва центрального банку, таким чином дії грошової влади стають непрозорими та незрозумілими для суспільства.

Згідно з дослідженнями, реалізація грошово-кредитної політики без очевидного номінального якоря призводить до інфляційного зміщення, що в свою чергу спричиняє надмірно високу інфляцію та більш високу волатильність валютного курсу, які вкрай негативно позначаються на довгостроковому економічному зростанні. Особливо це характерно країнам, які розвиваються. Адже, в них інфляційні зміни виявляються сильнішими через низьку репутацію центральних банків, що впливає на некерованість інфляційних очікувань в умовах дискреційної політики. Тому запровадження даного режиму в країнах з таким типом економіки є недопустимим, при цьому може бути ефективно реалізованим в умовах повної незалежності центрального банку і його бездоганної репутації, що може забезпечити низькі інфляційні очікування без використання номінального якоря.

Варто зазначити, що наведений вище загальний аналіз режимів монетарної політики базуються на теоретичному положенні про можливість центрального банку використовувати лише один проміжний орієнтир (номінальний якор), щоб уникнути конфлікту цілей, який може негативно позначитись на ефективності грошово-кредитного регулювання, так звані повноцінні монетарні режими. Водночас у практиці грошово-кредитного регулювання, зокрема в країнах з перехідною економікою, досить часто використовують змішані режими, за яких враховують сукупність цільових орієнтирів (наприклад, валютний курс та

грошова маса), при цьому не завжди офіційно визначено пріоритет одного [99, с. 17].

Найуспішнішою країною із змішаним монетарним режимом впевнено можна вважати США, досвід якої є свідченням досягнення цінової стабільності. Термін «монетарна політика» у контексті реалізації монетарної політики Федеральною резервною системою США (ФРС) належить до заходів центрального банку, вжитих для впливу на обсяги і вартість грошово-кредитних ресурсів, щоб забезпечити повну зайнятість та стабільність цін і помірних довгострокових відсоткових ставок. Згідно Закону про Федеральні резерви, ухваленого 1913 року, відповідальність за реалізацію грошово-кредитної політики повністю покладена на ФРС.

Федеральна резервна система при реалізації власної монетарної політики використовує три основні інструменти – облікову ставку, операції на відкритому ринку та норми обов'язкових резервів. Таким чином, вона формує попит і пропозицію на резерви, які депозитні установи тримають у банках ФРС, тим самим змінюючи відсоткову ставку на федеральні кошти. Це, в свою чергу, створює певний «механізм», який впливає на валютний курс, короткострокові відсоткові ставки, ВВП, зайнятість, ціни на товари та послуги та на інші економічні змінні.

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 1

Дослідження сутності, особливостей вибору цілей та основних інструментів монетарної політики держави в умовах ринкового реформування української економіки та на основі зарубіжного досвіду, дозволило зробити ряд висновків.

1. Проведене дослідження науково-методичних підходів вітчизняних і зарубіжних науковців щодо розуміння сутності грошово-кредитної політики підтвердило існування різних підходів та відсутність усталеного бачення необхідних способів реалізації монетарної політики. У роботі сутність поняття «грошово-кредитна політика» розглядається зі сторони нормативно - правових документів України, а також українських та зарубіжних економістів.

2. В загальному, інструменти грошово-кредитної політики поділяють на адміністративні, які мають форму директив, постанов та інструкцій НБУ, що використовуються з метою обмеження сфери діяльності кредитних установ, та ринкові, під якими розуміють сукупність дій та способів впливу НБУ на грошову пропозицію шляхом формування конкретних умов на грошовому ринку та ринку капіталів. Ринкові інструменти є більш гнучкими, а тому досить легко пристосовуються до існуючої економічної ситуації, що є причиною застосування більшістю центральних банків саме цього виду інструментів.

3. Проаналізовано основні інструменти монетарної політики – операції на відкритому ринку, зміна ставок рефінансування, встановлення норм мінімальних обов'язкових резервів для банків, визначення облікової ставки, здійснення

операцій на валютному ринку тощо. 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 та інфляційне таргетування. Окремо розглянуто особливості реалізації грошово-кредитної політики без номінального якоря та можливість застосування політики зі змішаними монетарних режимів (на прикладі ФРС).

4. Доведено, що лише за умов оперативності, обдуманості та точності дії механізмів ефективної грошово-кредитної політики, за рахунок раціонального поєднання ринкових інструментів з врахуванням характеру їх впливу, можливо досягнути стабільності грошової одиниці держави, що в подальшому створить передумови для стійкого економічного розвитку. До того ж, вибір монетарного режиму повинен здійснюватися на основі аналізу зарубіжного досвіду, типу власної економіки та численних факторів, що на неї впливають, з метою досягнення ефективних комунікацій із населенням стосовно цілей грошово-кредитної політики, механізмів прийняття і реалізації монетарних рішень і їхніх наслідків.

РОЗДІЛ 2

АНАЛІЗ СУЧАСНОГО СТАНУ ТА ОЦІНКА ЕФЕКТИВНОСТІ ЗАСТОСУВАННЯ ІНСТРУМЕНТІВ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ

2.1. Становлення та особливості здійснення грошово-кредитної політики в Україні

Інституційна основа для проведення в Україні грошово-кредитної політики виникла разом зі створенням банківської системи та грошово-кредитного ринку [32]. Формування монетарної політики для кожної держави є складним довготривалим процесом, який завжди залежить від особливостей економічного та соціального середовища, оскільки саме вони визначають її основну мету та допоміжні завдання. В свою чергу, вже конкретні періоди розвитку суспільства сприяють виокремленню певних характерних ознак розробки й реалізації цієї політики.

У становленні грошово-кредитної політики України прийнято виділяти чотири основні етапи [33, с. 37-38]:

I етап (1991 - 1995 роки) - створення самостійної банківської і грошової систем України, організація внутрішньодержавних і міждержавних розрахунків, кредитна підтримка економіки, опрацювання механізмів валютного регулювання і банківського нагляду, запровадження практики міжбанківських розрахунків на кореспондентських засадах, реформування монетарного менеджменту і статистики, започаткування співпраці з міжнародними фінансовими організаціями (МВФ, СБ, ЄБРР);

II етап (1996 - 1999 роки) - проведення грошової реформи з уведенням в обіг національної грошової одиниці та використання на її основі ринкових елементів регулювання грошово-кредитного ринку;

III етап (2000 - 2007 роки) - подальший розвиток банківської системи і монетарних інструментів із регулювання грошово-кредитного ринку, зорієнтованих на підтримку сталого економічного зростання та цінової стабільності;

IV етап (2008 - поточний час) - діяльність, спрямована на протидію фінансовій кризі і оздоровлення банківської системи.

В економічній літературі такий поділ є найпоширенішим, проте деякі економісти виділяють ще підготовчий етап або, як часто його називають «нульовий». Цей етап охоплює період 1991 - 1992 рр., коли Україна фактично не мала власної грошової одиниці, і тому була залежною від пропозиції російського карбованця.

Розглянемо більш детально зміст основних етапів реалізації монетарної політики протягом різних історичних періодів України.

Для першого етапу (1991 – 1995 рр.) формування та реалізації грошово-кредитної політики НБУ характерним є створення власної грошової системи на основі введення в обіг українського карбованця та подальшої підготовки до запровадження національної валюти. 20 березня 1991 року Верховною Радою був прийнятий важливий для економіки Закон України «Про банки та банківську діяльність», яким передбачені відповідні функції, монетарні механізми та інструменти реалізації грошово-кредитної політики, а головне – 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. Можна з впевненістю стверджувати, що у 1991 році була створена основа для діяльності НБУ як Центрального банку України, особливого центрального органу державного управління та самостійної юридичної особи. В той час він не мав власної нормативної бази, тому при здійсненні своєї діяльності,

зокрема під час проведення контролю за новоствореними комерційними банками користувався законодавчими документами 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 [11, с. 12]. Цікавим є те, що запроваджені у 1992 році основні напрями реалізації монетарної політики на період до введення в обіг повноцінної національної валюти передбачали спрямування заходів НБУ на подолання інфляції та досягнення стабільності діючої грошової одиниці. Проте, 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 [95, с. 54].

Монетарна політика цього часу була підпорядкована емісійній підтримці безперспективної економічної системи, і тому мала емісійно-експансіоністський характер, до того ж повністю підпорядковувалася політиці уряду, який мав на меті забезпечити підтримку державному сектору. Саме через таку не згладжуваність заходів економіка потрапила у замкнене коло, в якому зростання емісії грошової маси посилювало інфляційні очікування, що призвело до ще більшого зростання цін та в кінцевому підсумку – падіння обсягів виробництва.

У 1992 році відбулося скорочення реального ВВП до 90,1%, що було зумовлено зростанням грошової маси в обігу приблизно у 10 разів, але водночас у 1993 році це спричинило скорочення реального ВВП до 85,8%. До того ж, у 1992 р. кредитна емісія досягла позначки 1 трлн крб., і в 1993р. - збільшилась у 30 разів і відповідно дорівнювала 30 трлн крб. Важливо відзначити, що 70 % цієї емісії взяв на себе зовсім неефективний та недеформований агропромисловий комплекс, який ще існував на колгоспній та державній формах, саме тому розвиток приватного сектору відійшов на другий план. Розглянемо динаміку монетарних та макроекономічних показників в Україні за 1991-2016 рр., що відображені у Додатку Б.

Щодо індексу споживчих цін, то у 1993 р. він досягнув максимального значення за всі незалежні роки – 10256,0%. На інфляційні процеси тоді великий вплив мали не грошові чинники (зміна поведінки економічних суб'єктів, структурні зрушення в сукупному попиті населення, відсутність монополізації окремих підприємств та галузей, зовнішньоекономічні фактори тощо), які НБУ безпосередньо не в змозі контролювати.

Посиленню інфляції сприяли додаткові надходження грошей в економіку через кредитну систему. Кредитні вкладення банків України за 1992 рік зросли у 27 разів, а емісія готівкових грошей порівняно з 1991 роком – у 47 разів. Першу кредитну (безготівкову) емісію Національний банк здійснив відповідно до постанови Верховної Ради України від 05.03.1992 р. № 2165- XII на завершення міжбанківського заліку взаємної заборгованості в розмірі 20,0 млрд. крб. Відповідно до постанов ВРУ в 1992 році комерційним банкам було видано кредитів на загальну суму 670 млрд. крб., із них на поповнення обігових коштів державних підприємств та організацій з їх подальшим віднесенням на внутрішній борг - 292 млрд. крб., у тому числі 50 млрд. крб. - для надання кредиту сільськогосподарським організаціям [33, с. 39].



Рис. 2.1. Графічне зображення динаміки ВВП, заробітної плати та інфляції у 1991-2016 рр. (на кінець періоду), % [56]

В період 1992-1993 рр. було створено Українську міжбанківську валютну біржу, яка стала одним з основних елементів національного валютного ринку,

який в цей період почав активно вдосконалюватися. Позитивним зрушенням в економіці став випуск пакету декретів Кабінету Міністрів щодо системи валютного регулювання. Зі своєї сторони, НБУ збільшив відсоткові ставки рефінансування та припинив кредитну емісію, що допомогло стабілізувати курс карбованця лише за 2 місяці.

На жаль, подальше втручання уряду в реалізацію валютної політики призвело до негативних наслідків в економіці, а особливо у банківській системі.

Конкретніше:

- Внаслідок прийняття Кабміном наказу щодо обов'язкового продажу за курсом НБУ 50% валютних надходжень через Промінвестбанк, для забезпечення розрахунків за енергоносії, обсяг продажу валюти на біржі різко знизився, що призвело до зростання курсу іноземних валют відносно українського карбованця. В наслідок цього, експортери зазнали значних збитків, тому почали приховувати власні доходи, що в кінцевому результаті призвело до звуження валютного ринку;
- Через рішення Верховної ради України здійснити чергову емісію з метою задоволення потреб сільського господарства, різко впав курс карбованця виникли суперечності щодо ціни на імпортований газ та нафту. Для вирішення цих проблем уряд встановив фіксований курс карбованця для обов'язкового продажу валюти, проте він поширився і на необов'язковий продаж. Як наслідок, біржа припинила свою роботу, а ринковий механізм курсоутворення був знищеним.

Починаючи з 1994 р. грошово-кредитна політика в Україні змінюється на рестрикційну (політику «дорогих грошей»), яка характеризувалася продажем державних цінних паперів задля покриття національного боргу (для покриття дефіциту Державного бюджету було використано 132 трлн. крб.), лібералізацією зовнішньоекономічної діяльності і валютного ринку, здобуттям позитивного рівня облікової ставки НБУ та відсоткових ставок за кредитами та депозитами комерційних банків.

В період 1995 р. з метою стабілізації економічної ситуації було проведено ряд реформ, зокрема НБУ:

- відмовився від надання кредитів банкам для суб'єктів господарювання;
- припинив надавати кошти для кредитування на пільгових умовах;
- відбулося «пом'якшення» цін та торгівлі;
- приватизовано дрібні підприємства;
- покрито частину державного боргу на суму 30,4 трлн. крб. за рахунок реалізованих державних цінних паперів.

Такі дії з боку НБУ та уряду призвели до позитивних зрушень в економічній ситуації країни. Так, темпи зростання оптових цін та інфляції зменшилися з 501% до 282%; ВВП знизився на 12,2%, що майже вдвічі менше ніж в 1994 році, що свідчить про зменшення спаду виробництва; дефіцит зведеного бюджету не перевищував запланованого обсягу тощо.

Можна з впевненістю стверджувати, що другий етап становлення грошово-кредитної політики розпочався із проведення грошової реформи 1996 р. та тривав до 1999р., саме до настання економічної кризи. Його можна охарактеризувати повним подоланням гіперінфляції, ефективно реалізованою грошовою реформою, яка забезпечила розвиток фондового ринку державних цінних папері тощо.

Вдале використання ОВДП дало можливість покрити дефіцит державного бюджету за рахунок неемісійних коштів та обмежити грошову експансію. Адже лише за період 1996-1999 рр. НБУ витратив 14,5 млрд грн. на купівлю державних цінних папері, внаслідок чого у нього з'явився фінансовий інструмент для регулювання грошово-кредитного ринку. Важливим є те, що дохідність державних облігацій була високою (в діапазоні 19,6 – 57,6%), що зробило її особливо привабливою для іноземців, частка яких у державних цінних паперах становила більше 50%, що в кінцевому результаті вплинуло на здійснення тиску щодо валютного сегменту ринку.

У цей період з метою збалансування режиму функціонування всіх сегментів грошово-кредитного ринку України (кредитного, валютного та фондового), уникнення руйнування банківської системи та зменшення впливу наслідків

азійської та російської фінансових криз (1997-1998рр.), Національний банк та Кабінет Міністрів України вжили численних заходів, зокрема [33]:

- ✓ запроваджено проведення безготівкових операцій із купівлі – продажу вільно конвертованої валюти лише через Українську та Кримську міжбанківські валютні біржі;
- ✓ для забезпечення валютного ринку іноземною валютою організовано продаж готівкової іноземної валюти на аукціонах Української міжбанківської валютної біржі;
- ✓ уведено обмеження на здійснення резидентами попередньої (авансової) оплати у вільно конвертованій валюті за договорами про купівлю імпортованих товарів та послуг;
- ✓ встановлено обмеження на купівлю валюти банками - нерезидентами;
- ✓ запроваджено обмеження на продаж іноземної валюти фізичним особам;
- ✓ призупинено кредитування в іноземній валюті;
- ✓ підвищено норми обов'язкового резервування для банків і вилучено з їх покриття обсяги активів, розміщених у державні цінні папери тощо.

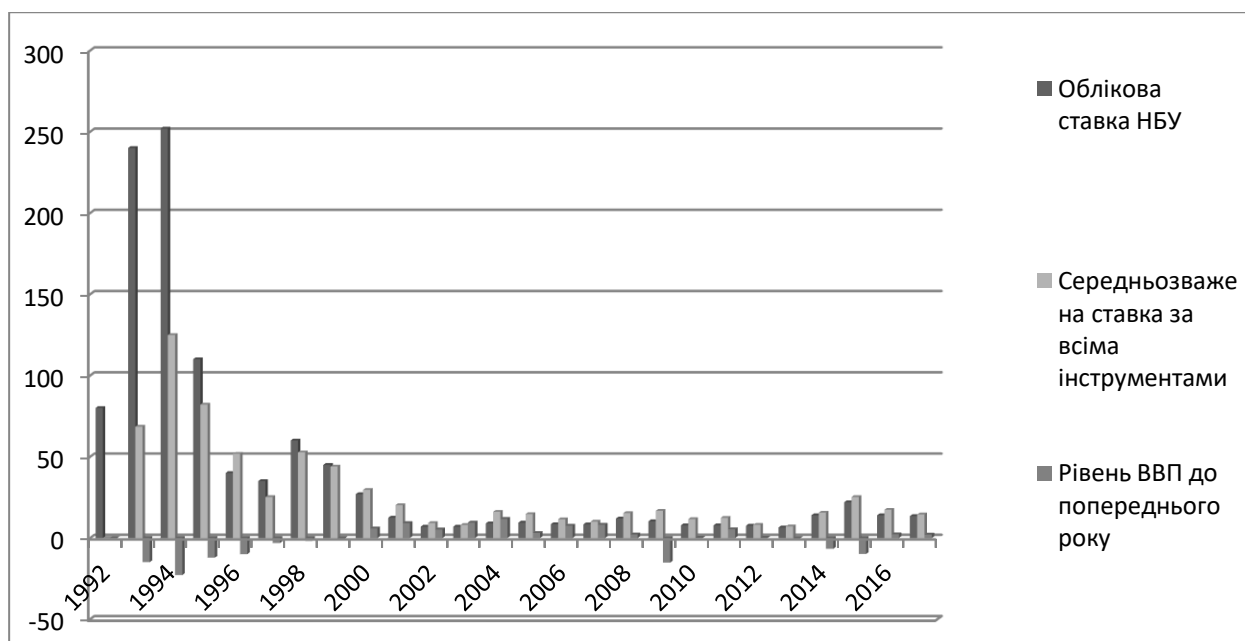
Подальше становлення грошово - кредитного ринку та розвиток банківської системи характеризувався цільовим орієнтиром на підтримку цінової стабільності, та як наслідок – забезпечення економічного розвитку. З прийняттям Закону України «Про Національний банк України» (20.05.1999р.) процес розробки та затвердження документів щодо реалізації монетарної політики суттєво змінився.

Третій етап становлення грошово-кредитної політики, який охоплює період 2000-2007 років, характеризується позитивними процесами, які відбувалися в бюджетній сфері та в реальному секторі економіки. В цей період з метою стабілізації ситуації на грошово-кредитному ринку Національний банк України ставив перед собою конкретні завдання, зокрема :

- забезпечення економічного зростання;
- стабільність національної грошової одиниці;
- перехід до режиму таргетування інфляції;

- перехід до нової конвертованості національної валюти.

Дослідивши Основні засади грошово-кредитної політики цього етапу, можна стверджувати, що протягом усього досліджуваного періоду цільовим орієнтиром монетарної політики був індекс споживчих цін (Додаток В). Так, у 2001 р. інфляція досягла низького рівня – 6,1% за рік, а реальний ВВП зріс на 9,1%, що стало свідченням позитивних зрушень в економіці. Для даного року була характерною стабільність національної грошової одиниці, яка стала основним чинником зниження інфляції, підвищення реальних доходів населення та економічного зростання. В свою чергу, обсяг валютних резервів збільшився до суми 3,1 млрд. дол. США, а ситуація на грошово-кредитному ринку стала керованою, що дозволило Національному банку України зменшити облікову ставку з 27% до 12,5%.



*жовтень

Рис. 2.2. Динаміка зміни облікової ставки НБУ, середньозваженої ставки та рівня ВВП до попереднього року за період 1992 – 2017 рр.*, % [57]

Весь 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 48 інфляції. Проводилась робота по залученню коштів банків, в тому числі за депозитними сертифікатами [92].

Четвертий етап становлення грошово-кредитної політики (2008 рік - поточний час) розпочався із світової фінансово-економічної кризи, яку вважають найважчою з часів великої депресії. В Україні вона розпочала свій розвиток в жовтні 2008 року, і спричинила фінансові труднощі банківської системи, зокрема за рахунок значного зменшення їх ресурсної бази (внаслідок зниження депозитної бази, зменшення рівня кредитування та збільшення частки проблемних кредитів), відсутність надходжень валютних коштів в країну, що вплинуло на стрімке підвищення рівня індексу споживчих цін до 122,3% порівняно з 116,6% у 2007 році і був найвищим після 2000 року.

Внутрішні суперечності під час реалізації монетарної політики, світова економічна криза, яка стала викликом не тільки для України, а й для багатьох країн світу, спричинили те, що українська гривня зазнала одну з найбільших у світі девальвацій за 2008 рік - з 4,85 до понад 8 грн. за 1 дол. США (більше ніж на 60%). До того ж, ці всі чинники вплинули на прояснення усіх недоліків та помилок у реалізації грошово-кредитної політики України, котрі до того ігнорувалися, а отже від НБУ були необхідні конкретні дії щодо зменшення впливу постійно наростаючих ризиків, які дестабілізували національну фінансову систему.

Так, Національний банк України почав проводити стриману монетарну політику, стимулюючи укладання банками договорів в національній валюті та сприяючи заощаджувальній активності населення. До того ж, збільшував валютні резерви та розширював можливості з підтримки банківської ліквідності. Проте, НБУ так і не зміг виконати поставлених цілей. Адже ВВП зростав, валютний курс

продовжував залишатися фіксованим, але перехід до інфляційного таргетування в той період так і не було здійснено (перехід до інфляційного таргетування було задекларовано згодом Постановою від 18.08.2015 року № 541 «Про основні засади грошово-кредитної політики на 2016 – 2020 роки»).

Так розпочався сучасний етап реалізації монетарної політики України, особливістю якого були прояви негативних наслідків попередніх помилок у регулюванні грошово-кредитного ринку, зокрема дезінформації суспільства щодо реального валютного курсу, занадто жорсткої прив'язки гривні до долара США, а особливо прийняття рішення щодо видачі кредитів в іноземній валюті.

Отже, проаналізувавши основні етапи становлення грошово-кредитної політики України можна зробити висновки, що формування сучасного фінансового ринку було складним процесом, під час якого утворювалася певна методологія регулювання грошово-кредитних відносин, яка вдосконалюється ще й сьогодні. До основних проблем, з якими зіштовхувався Національний банк можна віднести: високий рівень доларизації економіки, неплатоспроможність банків та їх ліквідація, важкопрогнозовані та нестійкі інфляційні процеси, нестабільність національної грошової одиниці, недовіра до банківської системи тощо.

2.2. Аналіз використання Національним банком України інструментів грошово-кредитної політики

Реалізація грошово-кредитної політики НБУ здійснюється за рахунок використання певних інструментів та методів. Так, у Законі України «Про Національний банк України» у ст. 25 грошово - кредитна політика ототожнюється із регулюванням обсягу грошової маси яке здійснюється через [85]:

- ✓ визначення та регулювання норм обов'язкових резервів для банків;
- ✓ процентну політику;
- ✓ рефінансування банків;

- ✓ управління золотовалютними резервами;
- ✓ операції з цінними паперами (крім цінних паперів, що підтверджують корпоративні права), у тому числі з казначейськими зобов'язаннями, на відкритому ринку;
- ✓ регулювання імпорту та експорту капіталу;
- ✓ запровадження на строк до шести місяців вимоги щодо обов'язкового продажу частини надходжень в іноземній валюті;
- ✓ зміну строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів;
- ✓ емісію власних боргових зобов'язань та операції з ними.

Розглянемо специфіку формування та реалізації монетарної політики в Україні через використання її основних інструментів та дослідження їх подальшого впливу на макроекономічну динаміку.

Так, важливим інструментом у реалізації монетарної політики НБУ є встановлення облікової ставки (Рис. 1.6.), зміна якої безпосередньо впливає на інфляційні процеси та економічну активність, що в свою чергу забезпечує так зване «подорожчання» або «здешевлення» грошей.

Сьогодні НБУ акцентує увагу на формуванні такої грошово-кредитної політики, в якій облікова ставка не буде лише формальним та віддаленим від практики у банківській системі показником. Натомість стане бажаним інструментом швидкого впливу на робочі відсоткові ставки на фінансовому ринку та набуде певного економічного змісту, зокрема як у ФРС, де за обліковою ставкою фінансуються комерційні банки.

Досить цікаво розглянути статистичні дані щодо динаміки облікової ставки. В 1994 році вона змінювалася декілька разів і мала пікові значення з 25.10.1994 року по 12.12.1994 року (вона складала 300 %)– це були максимальні значення облікової ставки, причиною таких високих значень була гіперінфляція. Найнижче значення (7%) спостерігалось з 05.12.2002 року по 07.05.2004 року [29]. Останній раз НБУ знижував облікову ставку – до 12,5% річних з 13% річних - 26 травня

2017 року. До цього часу він зменшував ставку з 14 квітня 2017 року до 13% річних з 14% річних, яка була встановлена 28 жовтня 2016 року.

Теоретично, такими діями центральний банк регулює вартість фінансових ресурсів, а це означає - ставки за депозитами і кредитами (чим вища облікова ставка, тим відповідно вищі відсоткові ставки на банківські продукти).

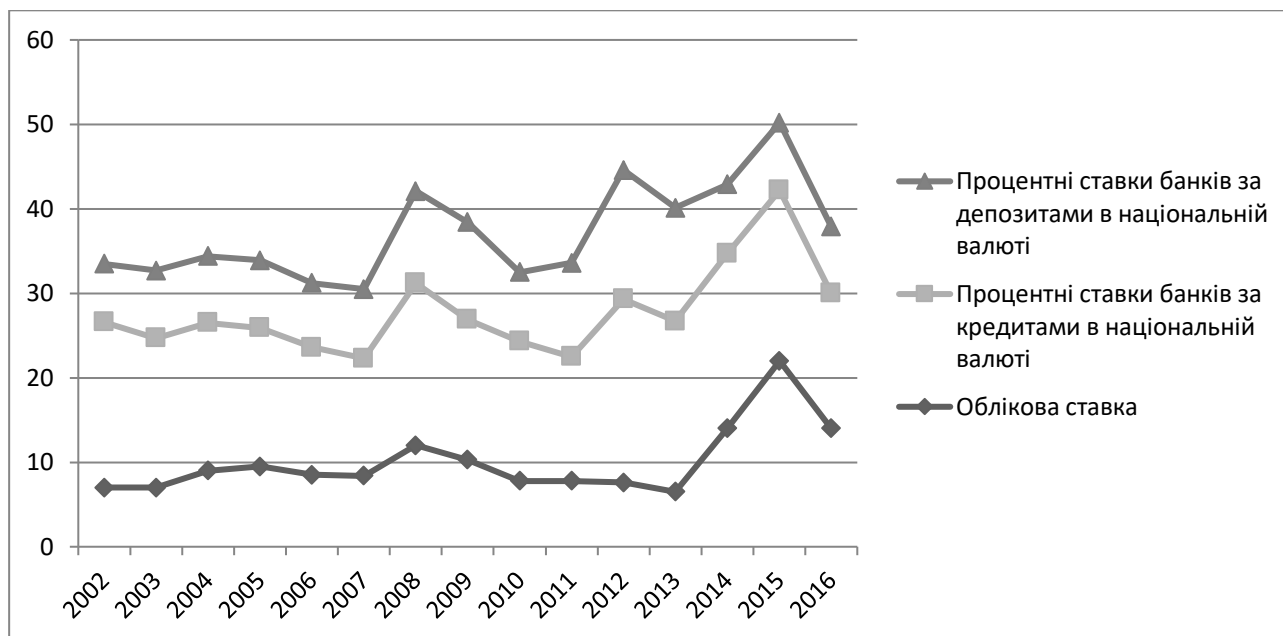


Рис. 2.3. Динаміка облікової ставки НБУ та процентних ставок за депозитами і кредитами банків у національній валюті за 2002-2016 рр., % [57]

Проте, в Україні такий механізм ще досі не реалізувався, коли при цьому в іноземній практиці (США, Європа) облікова ставка є головним орієнтиром «ціни на гроші». Для розуміння такої національної «економічної унікальності» необхідно розглянути наступну закономірність [22]:

- **2013 рік (довоєнний):**
 - Річна інфляція - 0,5% (майже відсутня);
 - Облікова ставка НБУ – зросла від 6,5 до 7% (змінювалась 2 рази);
 - Середньозважена кредитна ставка (враховується вся «палітра» гривневих, і валютних ставок) для юридичних осіб – 9,4%.
- **2014 рік (Майдан, анексія Криму та військове вторгнення на Сході):**
 - Річна інфляція - 24% (падіння ВВП, згорання бізнесу);
 - Облікова ставка НБУ – зросла від 9,5 до 14% (змінювалась 3 рази);

- *Середньозважена кредитна ставка для юридичних осіб – 15,0%.*
- **2015 рік (2 рік війни):**
 - *Річна інфляція – 43% (різке падіння експорту, валютного курсу, ріст тарифів, «банкопад»);*
 - *Облікова ставка НБУ – зросла з 19% до 30%, потім знизилася до 22% (змінювалась 6 разів);*
 - *Середньозважена кредитна ставка для юридичних осіб – 17,0%.*
- **2016 рік (3 рік війни):**
 - *Річна інфляція - 12% (відновлення темпів росту промислового виробництва, але високий ріст цін на енергоресурси та тарифів ЖКГ, економічна блокада ОРДЛО);*
 - *Облікова ставка НБУ – знизилася з 22% до 14% (змінювалась 9 (!) разів);*
 - *Середньозважена кредитна ставка для юридичних осіб – 15,9%.*

Тобто, можна стверджувати, що певна кореляція між обліковою ставкою НБУ і банківськими кредитними ставками все ж існує, але вона не постійна, і не завжди очевидна.

Облікова ставка є важливим інструментом реалізації грошово-кредитної політики, адже від неї залежить вартість фінансових інструментів, що впливають на ліквідність ринку. На сьогоднішній день, коли попит на кредит є особливо низьким (див. додаток Д), саме безризикові інструменти є головними для інвестицій банків.

Тобто, якщо регулятор збільшує облікову ставку, то відповідно повинні зростати ставки за депозитами, що в нас не відбувається, що вплинуло на значне скорочення депозитів та їх неможливість покривати рівень інфляційних процесів (див. додаток Е).

Економісти вважають, що в умовах тіньової економіки, яка в Україні за різними оцінками становить 70-80%, облікова ставка не може ефективно працювати. Тому, в такому випадку ціна на кредит формується залежно від рівня сприятливості інвестиційного клімату (який розмір капіталу надходить в країну у вигляді інвестицій), захищеності прав кредиторів (формує кредитний ризик для

банку, що включається в ціну кредиту); розвитку корупційних схем в країні (можливість захищати та відстоювати права кредиторів та боржників законним шляхом) тощо.

До того ж, облікова ставка може виконати свою головну роль – забезпечення дешевих та доступних кредитів лише в тому випадку, коли в Україні стосунки між боржником та кредитором стануть прозорими, рівноправними та ґрунтуватимуться на впорядкованих, виважених правилах, яких в нас сьогодні немає. Лише в цьому випадку можна буде досягнути стабільності валютного курсу, сповільнення інфляційних процесів та зростання банківських ресурсів.

На сьогодні важливі для кредитування національної економіки законодавчі проекти або взагалі зникли з порядку денного обговорення депутатів, або просто «зависли в повітрі». Так, до таких ми можемо віднести законопроект № 4529, що стосувався стимулювання банківського кредитування, який було повністю знято з розгляду, а також проект № 3132 щодо забезпечення цивілізованих відносин між кредитором та позичальником у процесі банкрутства, який з минулого року так і не розглядався.

Наступним інструментом, який є в арсеналі НБУ є встановлення та регулювання нормативу обов'язкового резервування, метою якого є регулювання грошового ринку, та підтримка в заздалегідь обумовлених обсягах грошової маси.

З метою ефективнішого формування та зберігання банками обов'язкових резервів, його пристосування до постулатів європейського законодавств, а також забезпечення банків додатковою ліквідністю, Правлінням НБУ було прийнято постанову № 820 від 18.12.2014 року «Про зміну порядку формування та зберігання обов'язкових резервів», якою з 31.12.2014 внесено зміни в порядок формування та зберігання обов'язкових резервів [86]:

- кошти вкладів (депозитів) юридичних і фізичних осіб у національній та іноземній валютах на вимогу і кошти на поточних рахунках – 6,5%;
- строкові кошти і вклади (депозити) юридичних і фізичних осіб у національній та іноземній валютах -3,0%.

Для максимального розуміння ефективності використання НБУ встановлення та регулювання нормативу обов'язкового резервування, розглянемо основні макроекономічні показники в Україні за період 2011-2015 років, що сформовані у табл. 2.1.

Таблиця 2.1

**Основні макроекономічні показники в Україні протягом
2011- 2015 рр. [57; 77]**

Станом на кінець року	Рівень інфляції, %	Грошова база, млн. грн.	Грошова маса, млн. грн.	Номінальний ВВП, млн. грн.	Кредити, надані банками, млн. грн.	Грошовий мультиплікатор
2011	104,6	239 885	681 801	1 316 600	801 809	2,84
2012	99,8	255 283	771 126	1 408 889	815 142	3,02
2013	100,5	307 139	906 237	1 454 931	910 782	2,95
2014	124,9	333 194	955 349	1 566 728	1 020 667	2,86
2015	143,3	336 000	935 095	1 979 458	981 627	3,00

Важливо зазначити, що найменша різниця між максимальним та мінімальним значенням нормативу обов'язкового резервування спостерігалася наприкінці 2014 року, що пов'язано із запровадженням лише двох значень нормативу, а саме за строковими депозитами і за коштами на поточних рахунках відповідно 3,0% і 6,6%, що не залежало від терміну, валюти та джерел надходжень. Для дослідження гнучкості використання даного інструменту НБУ розглянемо динаміку зміни норми обов'язкових резервів в Україні у період 2011-2017 рр., що сформовані у табл. 2.2.

Таблиця 2.2

Зміна норми обов'язкових резервів в Україні за період 2011-2017 рр. [57; 77]

Рік	За строковими депозитами нефінансових корпорацій та домашніх господарств	За коштами на поточних рахунках та депозитами на вимогу нефінансових корпорацій та домашніх господарств
-----	--	--

	у нац. валюті	в іноземній валюті		у національній валюті	в іноземній валюті
		короткострокові	довгострокові		
2011	0	6	2	0	8
2012	0	9	3	0	10
2013	0	10	5	0	15

Продовження табл. 2.2

2014	0	10	7	0	15
2015	3			6,5	
2016	3			6,5	
2017	3			6,5	

Отже, досліджувана динаміка норми резервування свідчить про бажання НБУ регулювати грошово - кредитний ринок, зокрема впливаючи на зниження надлишкової ліквідності для уповільнення інфляційних процесів та забезпечення цінової стабільності.

Для визначення ефективності використання норми обов'язкового резервування, важливо розглянути основні макроекономічні показники в Україні, з якими він має безпосередній взаємозв'язок (Табл. 2.1). Так, політика обов'язкових резервних вимог має вплив на формування грошового мультиплікатора, адже при збільшенні НБУ норми резервів, відповідно змінюється грошова пропозиція, і як наслідок зменшується мультиплікатор. Тобто можна стверджувати, що величина грошово-кредитного мультиплікатора характеризує динаміку грошової маси внаслідок змін норми обов'язкових резервів. Так, протягом 2012-2014 років збільшення норми резервування впливало на зниження грошового мультиплікатора, що визначає обернену залежність між даними показниками, і вказує на особливості впливу норми резервування на основні економічні показники. В свою чергу, у 2015 році при значному зниженні резервних вимог, грошовий мультиплікатор дорівнював 3%, що стверджує про їх мультиплікативний ефект.

Досліджуючи залежність між рівнем інфляційних процесів та ставкою резервування (збільшення норми резервування при зростанні рівня інфляційних очікувань), можна дійти висновку, що останній не може забезпечити управління інфляційними процесами. Зокрема, у 2011 році при зростанні норми обов'язкових резервів рівень інфляції зменшився, проте у 2012 році спостерігаємо протилежну ситуацію – інфляційні процеси зростають, що свідчить про неефективність даного інструменту грошово-кредитної політики. У 2015 році зниження ставки резервування також не допомогло отримати бажані результати, адже рівень інфляції становив 143,3%. А тому, можемо зробити висновок, що антиінфляційний ефект від використання політики обов'язкових резервів можна досягнути лише із одночасним застосуванням інших інструментів антиінфляційного регулювання.

Слід зауважити, що у 2011-2014 рр. в час підвищення норми резервування не відбулося зниження вкладів, що було б логічно, а лише простежувалась тенденція до зниження їх приросту. Свідченням цього є зображена на рис. 2.4 динаміка залишків коштів за наданими кредитами та залученими депозитами банківськими установами в Україні за період 2011-2016 рр.

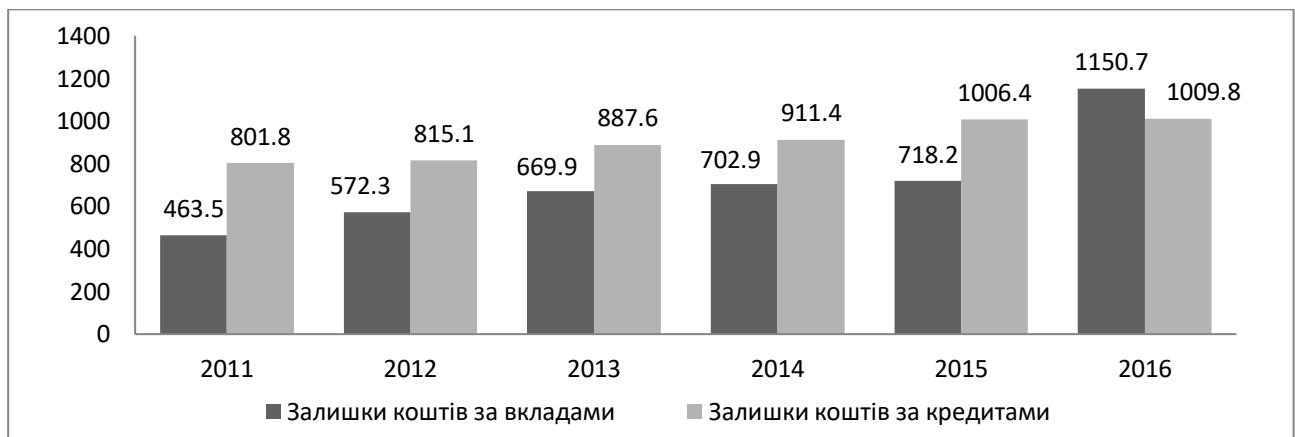


Рис. 2.4. Залишки коштів за наданими кредитами та залученими депозитами банківськими установами в Україні за період 2011-2016 рр. [57]

Отож, з рис 2.4 бачимо, що обсяги кредитування протягом досліджуваного періоду мали тенденцію до збільшення, що можна пояснити діями регулятора для підтримки ліквідності та ефективності банківської системи. В свою чергу,

показовими є значення депозитних ресурсів, які мають тенденцію до збільшення. Тому можна стверджувати, що обсяги кредитних та депозитних вкладів несуттєво залежать від норми обов'язкових резервів НБУ.

Щодо політики рефінансування, слід зазначити, що НБУ видав кредитів у рамках рефінансування банкам України з початку 2016 року і до 01.05.2016 року на загальну суму 7119,2 млн. грн. задля підтримки їх ліквідності. Відсоткова ставка коливалася з 01.01.2016 року і до 22.04. 2016 року в діапазоні 22,01-24%, а після зниження облікової ставки (22.04.2016 року) – під 21% річних. Найбільші обсяги рефінансування у 2016 році були відмічені 09.03.2016 року на загальну суму 1969 млн.грн. (з них 1500 млн. в рамках постійно діючої системи надання НБУ кредитів «овернайт» під 24% і 469 млн. грн. – в рамках проведення тендеру задля підтримки ліквідності банків під 22,55%) та 20.04.2016 року на загальну суму 818 млн. грн. під 22,02% в рамках проведення тендеру [57].

На сьогоднішній день НАБУ розсліджує виведення НБУ більше 500 мільйонів доларів. В свою чергу, банки-банкрути не повертають рефінансування - їхня загальна заборгованість перед НБУ становить 45,2 мільярда гривень.

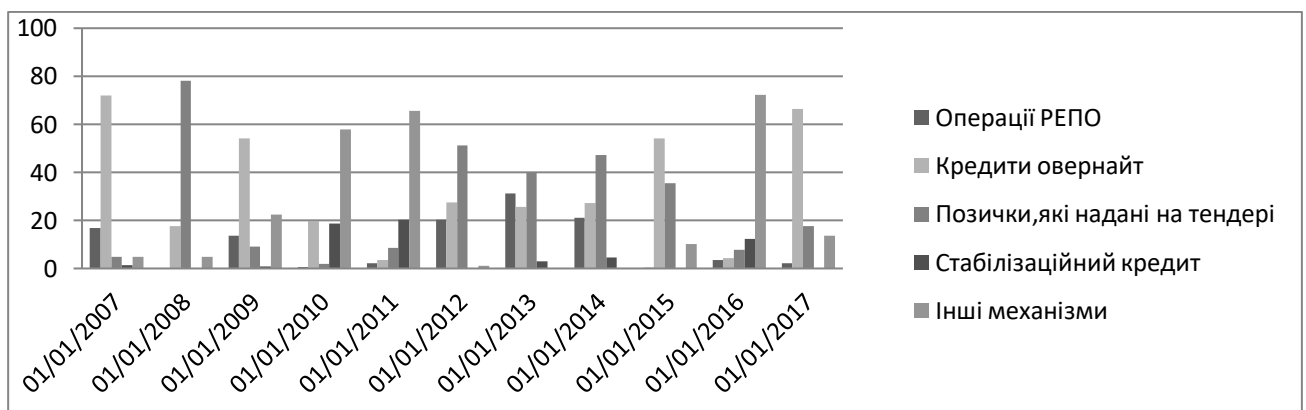


Рис. 2.5. Динаміка структури операцій рефінансування НБУ банків у 2007-2016 рр., % [30; 93]

Як бачимо з рис. 2.5, динаміка структури операцій рефінансування залежно від рівня банківської ліквідності періодично змінювалася в період 2007-2016 рр. Так, найбільш пікові періоди надання стабілізаційного кредиту спостерігаються у

2010р. (20,2%) та 2015 р. (12,3%), що пов'язано зі збільшенням частки проблемних кредитів [37].

Важливою умовою проведення НБУ ефективної процентної політики є встановлення відсоткових ставок за кредитами рефінансування. Саме тому з метою підтвердження їх залежності від циклічності криз у банківській системі розглянемо динаміку процентних ставок рефінансування банків НБУ за період 2007-2016 рр., яка зображена на рис. 2.6.

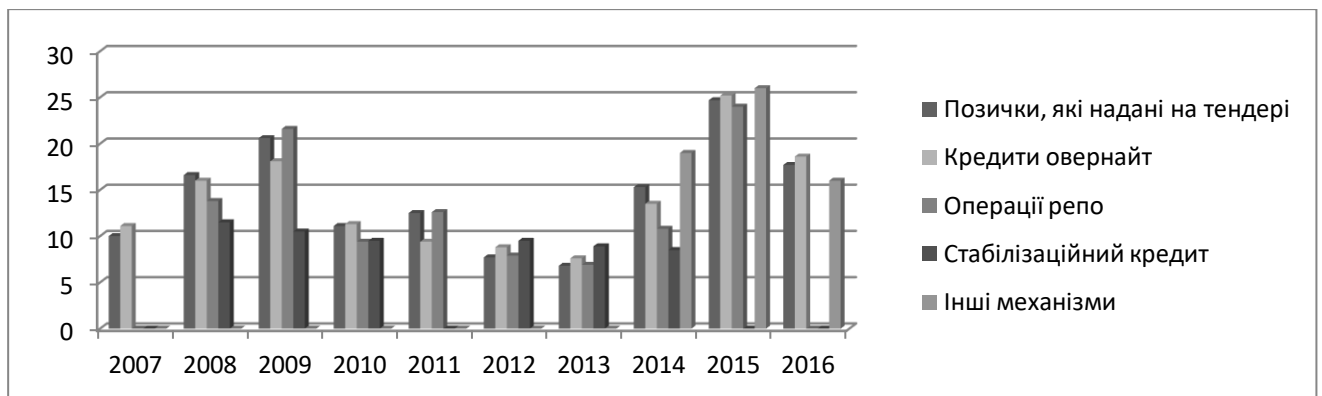


Рис. 2.6. Динаміка процентних ставок рефінансування банків НБУ за період 2007-2016рр.,% [88]

Операції на відкритому ринку НБУ здійснює для підтримки заздалегідь обумовленого рівня грошової маси та ліквідності у банківській системі, зокрема за рахунок здійснення операцій РЕПО та операцій з цінними паперами. Зокрема, до таких відносимо операції з ОВДП, за допомогою яких НБУ регулює ціни на такі інструменти. Станом на 3 квартал 2017 року у власності НБУ знаходилося 360,6 млрд. грн., з яких близько 145,2 млрд. грн. були конвертовані у довгострокові облігації (грн.) з прив'язкою дохідності до рівня інфляційних процесів, та приблизно 74,4 млрд. грн. у довгострокові облігації (грн.) з фіксованими відсотковими ставками.

Динаміка розміщення ОВДП на первинному ринку за 2007-2016 роки зображена на рис. 2.7.

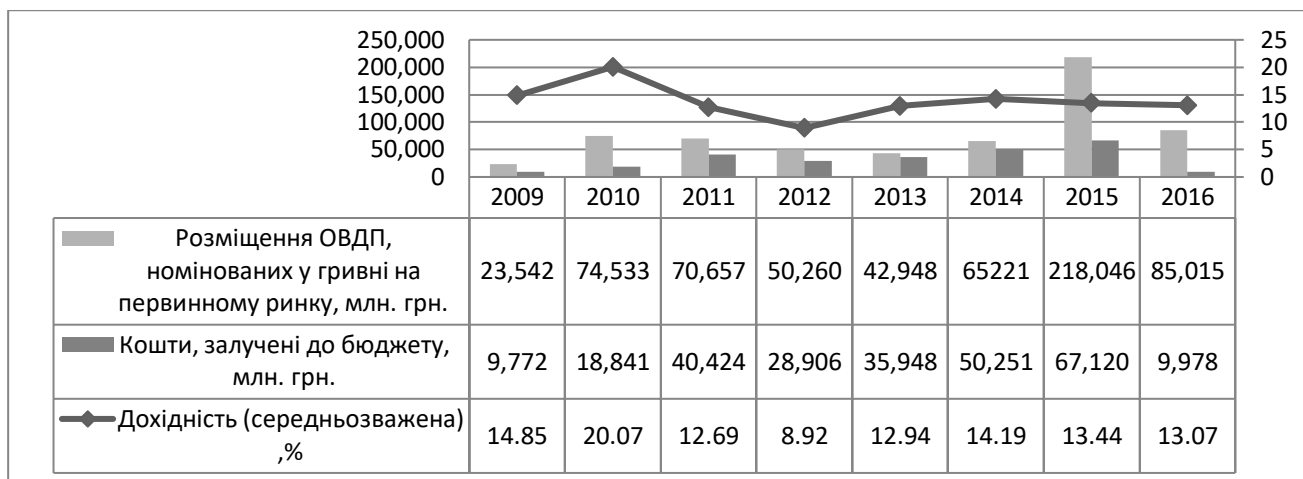


Рис. 2.7. Результати розміщення ОВДП на первинному ринку за період 2009-2016 рр. [57]

Викуп НБУ великого обсягу емітованих ОВДП може бути підставою для висновків щодо фінансування нацбанком дефіциту держбюджету, що суперечить положенням Бюджетного Кодексу.

Дослідимо особливості операцій з розміщення цінних паперів на відкритому ринку, обсяги яких відображені на рис. 2.8.

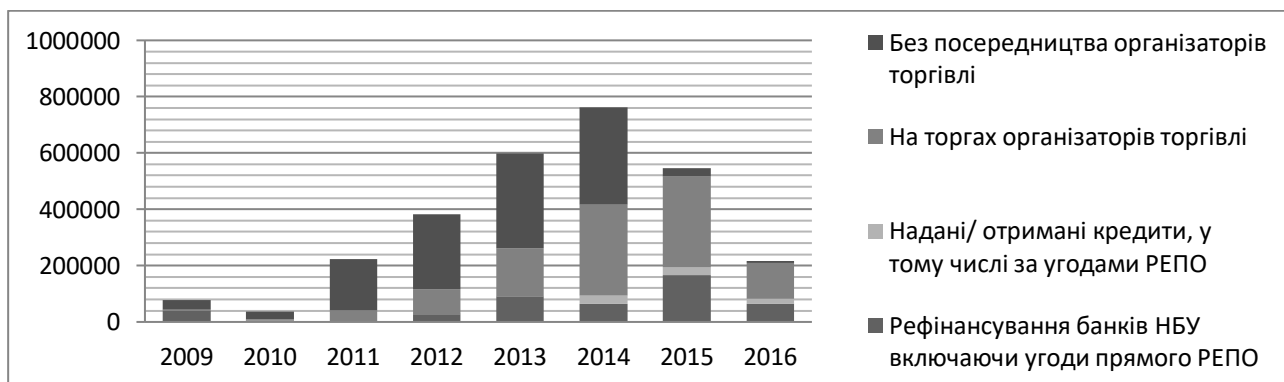


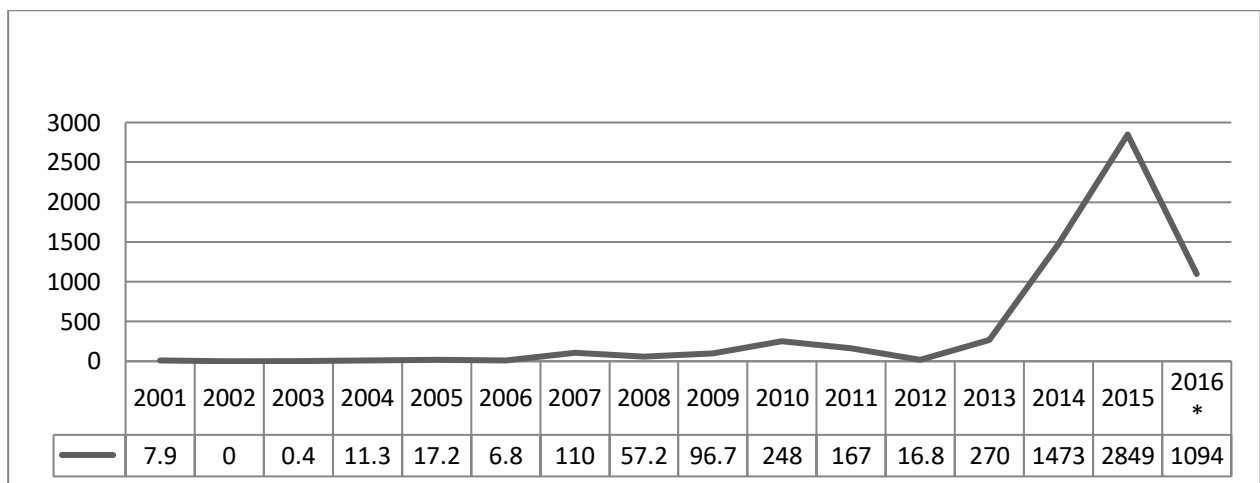
Рис. 2.8. Обсяг операцій з розміщення державних цінних паперів на відкритому ринку у 2009-2016 рр. [57; 77]

Проаналізувавши дані на рис. 2.8, можна зрозуміти, що нарощення обсягу ОВДП в портфелі НБУ поряд із збільшенням загального обсягу ОВДП в обігу може бути підставою для висновку про те, що нацбанк виступає чи не єдиним учасником покриття дефіциту державного бюджету на внутрішньому ринку, в той час як інші фінансові установи вважають за краще позбавлятися державних паперів.

При цьому, привабливість ОВДП для комерційних банків, як і раніше обумовлена переважно можливістю отримувати кредити рефінансування від НБУ та залучати кошти на міжбанківському ринку під їх заставу [4, с. 11].

Велика частка у мобілізації коштів банків належить операціям з розміщення депозитних сертифікатів. Така зацікавленість банками даним фінансовим інструментом розпочалася ще у березні 2015 року, коли відсоткова ставка за депозитним сертифікатом дорівнювала 27%. Саме тому, на нашу думку, результати проведення операцій НБУ з мобілізації коштів банків шляхом розміщення депозитних сертифікатів необхідно розглянути окремо.

Розглянемо операції з мобілізації коштів через розміщення депозитних сертифікатів за період 2001-2016 рр., які представлені на рис. 2.9.



*сумарна сума в період з січня по квітень

Рис. 2.9. Операції з мобілізації коштів через розміщення депозитних сертифікатів у 2001-2016 рр., млрд. грн. [57; 77]

Як бачимо з рис. 2.9, лише за 2015 рік шляхом емісії депозитних сертифікатів регулятором було залучено 2 849 235 млн. грн., а в період з січня по квітень 2016 року – 1 094 216 млн. грн.

До того ж, на противагу депозитних сертифікатів овернайт, перевагу мають сертифікати, що розміщуються на тендерах, адже якщо на початку 2015 року їх частка становила 15,4%, то вже у квітні 2016 року – 44,05%.

Важливим інструментом реалізації монетарної політики є проведення НБУ валютних інтервенцій, які використовуються з метою забезпечення стабільності валютного курсу та формування необхідного обсягу золотовалютних резервів. Як показує банківська практика, в кризовий період 2008-2009 роках, коли для валютного ринку була характерною підвищена волатильність, регулятор з метою підтримки валютного курсу використовував саме цей інструмент (Рис. 2.10), що спричинило суттєве скорочення міжнародних резервів.

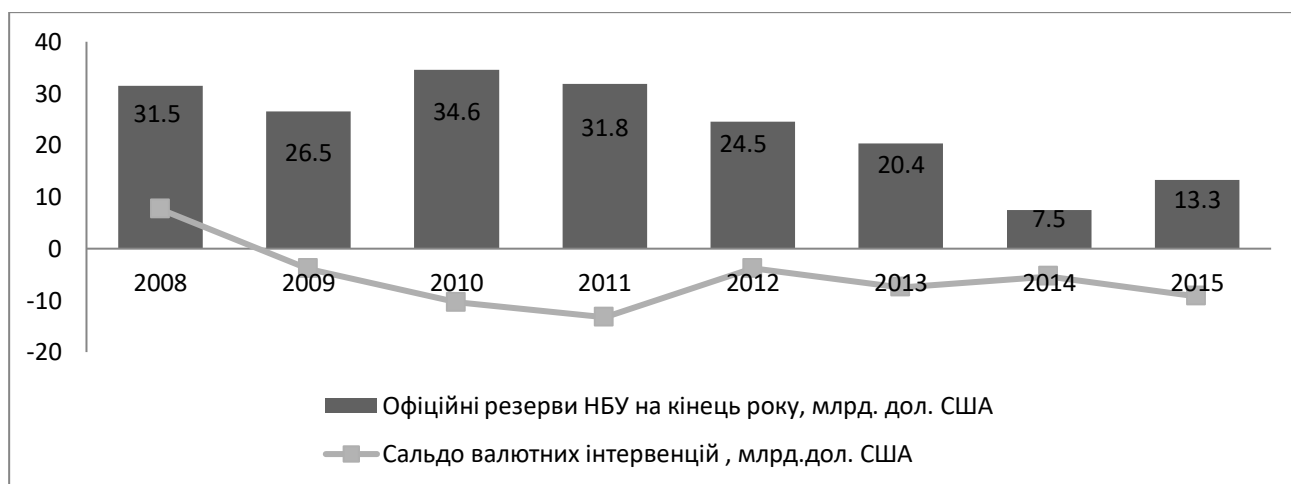


Рис. 2.10. Сальдо валютних інтервенцій та динаміка міжнародних резервів НБУ у 2005–2015 роках, млрд. дол. США [57; 77]

Загалом з початку 2017 року обсяг продажу Національним банком валюти через інтервенції у формі запиту найкращого курсу становить 154 млн дол. США, обсяг купівлі - 1039 млн дол. США [57].

Отже, проаналізувавши інструменти грошово - кредитної політики можна вважати, що комплекс заходів, які використовує НБУ для досягнення поставлених цілей та стратегічних завдань у загальних рисах відповідає тим, що використовують світові центральні банки. Проте, питання полягає у правильності і своєчасності застосування конкретного інструменту у той чи інший період. Адже не всі дії грошово-кредитного регулювання високо розвинутих країн можна співвіднести на національну економіку, яка по суті перебуває на етапі ринкових формувань та створенні власної незалежності. Важливо, щоб НБУ реалізував власну грошово-кредитну політику, виходячи із найбільш раціональних стратегій

досягнення стратегічних цілей, опираючись на зарубіжний досвід, а не повністю наслідуючи його.

2.3. Оцінка реалізації режиму інфляційного таргетування як цільового орієнтиру монетарної політики України

Сучасна економічна думка, незважаючи на власні переконання та конкретне теоретичне спрямування, визначає відповідальність кожної держави за стан національної економіки, а отже, визнає її право впливати на фінансовий стан та загальне життя суспільства. Сьогодні всі визнають, що для реалізації свого впливу на економіку держава має розробляти відповідну грошово-кредитну політику на конкретний період.

Так, в Постанові НБУ від 18.08.2015 року № 541 «Про основні засади грошово-кредитної політики на 2016 – 2020 роки» чітко обґрунтовується бажання українського центрального банку перейти до режиму інфляційного таргетування з метою стабілізації інфляції на рівні близько 5%, що викликало неоднозначні думки [73].

При цьому такий перехід повинен ґрунтуватися на безумовній пріоритетності цілі цінової стабільності та підпорядкування їй усіх інших цілей грошово-кредитної політики, а також використанні режиму гнучкого обмінного курсу. Варто відзначити, що продекларований режим таргетування інфляції вже фактично здійснюється в Україні, проте ефективних результатів він не приніс. Для того, щоб проілюструвати недієвість заходів в межах даного режиму, важливо визначити низку факторів, які значно ускладнюють реалізацію режиму інфляційного таргетування (Рис. 2.11).

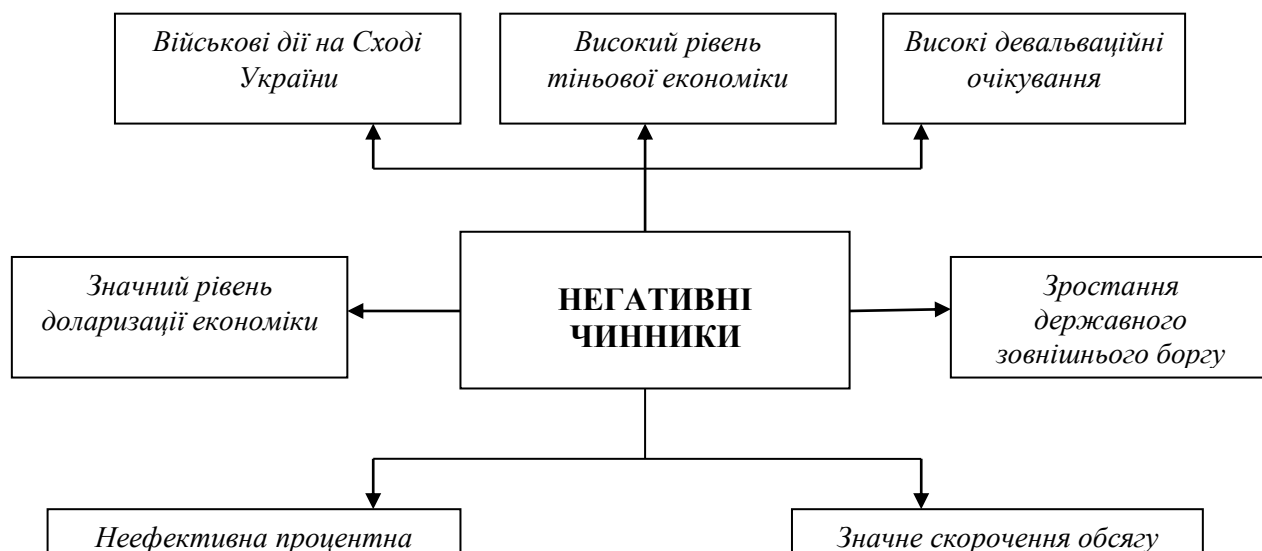


Рис. 2.11. Негативні чинники, які ускладнюють реалізацію монетарного режиму інфляційного таргетування [38, с. 1219]

Розглянемо деякі з них, адже це дозволить пояснити несвоєчасне впровадження даного режиму в Україні. Так, воєнні дії на Сході країни загострюють політичну та економічну нестабільність, що зумовлює прискорення темпів інфляційних процесів та негативні очікування населення.

Крім того, з початку 2015 року відновилася тенденція до підвищення рівня доларизації, що й досі залишається гострою національною проблемою. Так, майже половина депозитів українських юридичних і фізичних осіб розміщена в валюті, лише станом на жовтень 2017 року рівень доларизації депозитів склав 45%. Також в оперативних даних НБУ йде мова про те, що рівень доларизації кредитів у вересні, як і в серпні, склав 44% [98]. Динаміка обсягу кредитного і депозитного портфелю для населення та рівень їх доларизації у 2016 році зображені на рис. 2.12.

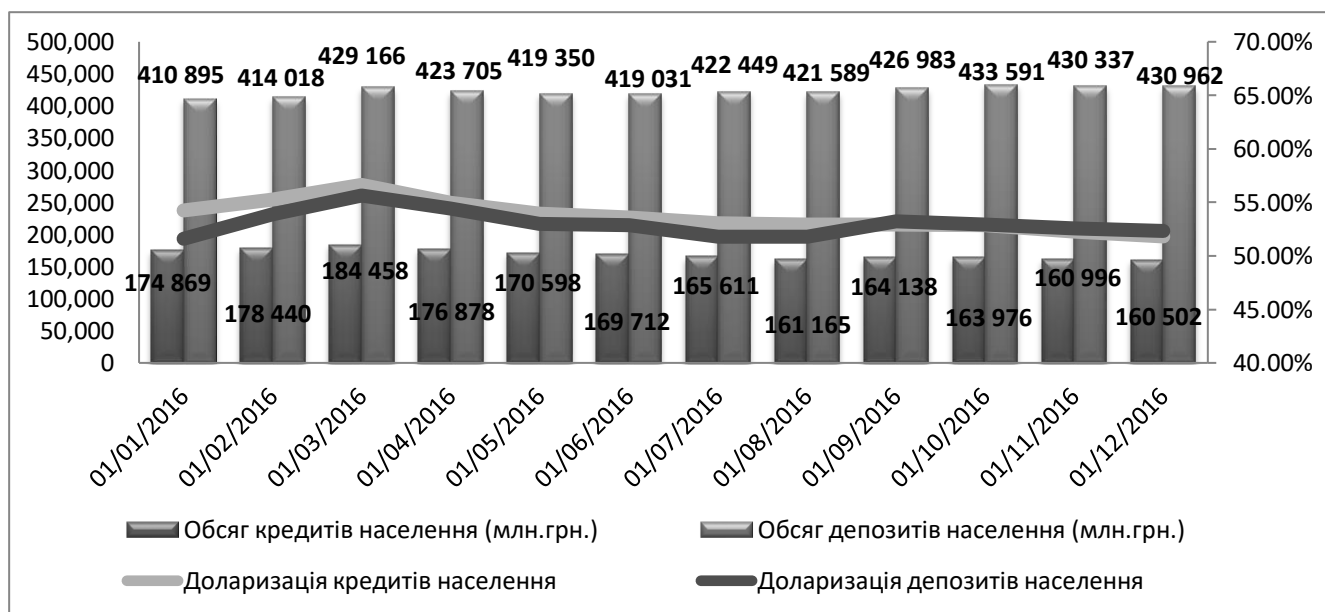


Рис. 2.12. Динаміка обсягу кредитного і депозитного портфелю для населення та рівень їх доларизації у 2016 р. [77]

Розглянемо динаміку обсягу кредитного і депозитного портфелю для юридичних осіб та рівень їх доларизації у 2016 році, яка представлена на рис. 2.13.

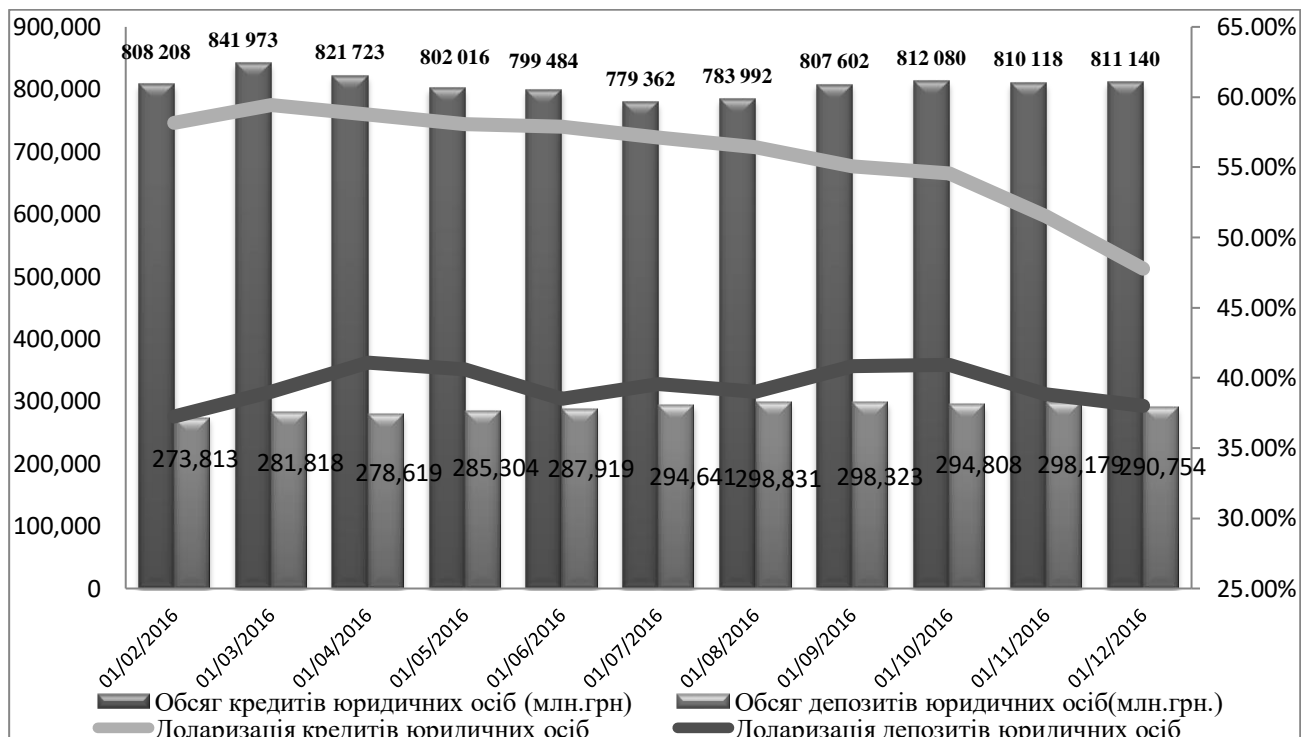


Рис. 2.13. Динаміка обсягу кредитного і депозитного портфелю для юридичних осіб та рівень їх доларизації у 2016 р. [77]

Згідно зі статистичними даними НБУ, протягом 2016 року середня відсоткова ставка за кредитами в національній валюті знизилася до 17,70% (з 21,47% станом на 01.01.2016 р.). Для кредитів в іноземній валюті на початок 2017 року аналогічний показник, навпаки, підвищився до 8,20% (з 6,88% станом на 01.01.2016 р.).

Паралельно з цим відбувається зниження вартості залучення коштів на вкладні рахунки. Наприкінці 2016 року середня відсоткова ставка за депозитами в національній валюті складала 10,5% (10,2% для короткострокових вкладів та 17,9% для довгострокових), в іноземній валюті – 5,2% (4,8% для

короткострокових та 6,2% для довгострокових вкладів). На початку року аналогічні показники дорівнювали 12,1% та 7,8% відповідно [5].

Динаміка процентних ставок за депозитами і кредитами банків у національній валюті за 2002–2016 рр. відображена у Додатку Ж.

Для розуміння всієї складності ситуації важливо порівняти темпи зростання рівня доларизації кредитного та депозитного портфелю у розрізі юридичних та фізичних осіб за минулі роки, дані яких зображені на рис. 2.14.

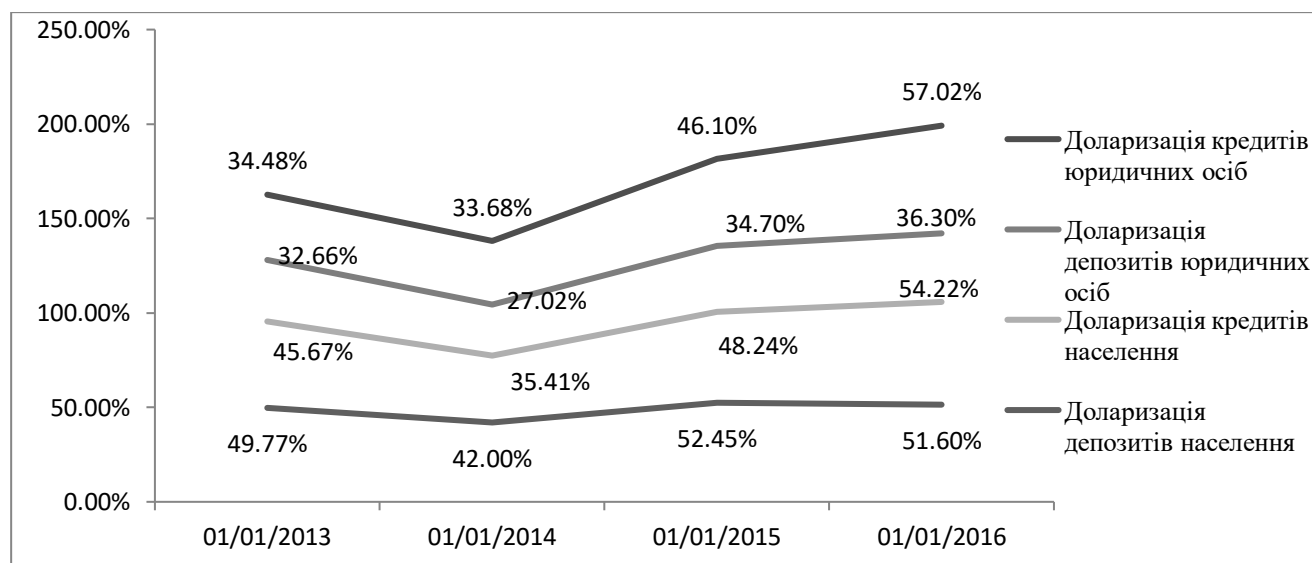


Рис. 2.14. Динаміка доларизації кредитного і депозитного портфелю для юридичних та фізичних осіб в 2013-2016 рр. [57]

З рис. 2.14. можемо побачити, що починаючи з 2013 року спостерігається значне зростання рівня доларизації, незначне зниження характерне для доларизації депозитів населення у 2016 році на 0,85% у відношенні до 2015 року, що може бути спричинене курсовими різницями.

Важливим показником ефективної реалізації грошово-кредитної політики є рівень тіньової економіки та девальваційні очікування населення. Щодо останніх, то вони значно посилюються на тлі недовіри до влади, політичної кризи та відносин з МВФ. Так, за даними НБУ, станом на II квартал 2017 року продовжують зберігатися високі девальваційні очікування. Адже 81% опитаних респондентів (у попередньому кварталі – 90,9%) очікують знецінення гривні відносно долара США [57].

Тіньова економіка має об'єктивний характер та існує у всіх країнах, проте у високорозвинених країнах, згідно з різними оцінками, вона становить близько 17% ВВП, у країнах із перехідною економікою – більше 20% ВВП, а в країнах, що розвиваються (країни третього світу), – більше 40% ВВП [100]. За даними Ф. Шнайдера, тіньова економіка в Україні знаходиться в діапазоні 46–53% ВВП. У зв'язку з тим, що рівень тінізації економіки визначається по відношенню до ВВП, для повного розуміння цієї національної проблеми, розглянемо статистичні дані динаміки ВВП в період 2010-2016рр., що зображені у Додатку 3.

На початку вересня 2017 року Міністерство економічного розвитку та торгівлі розмістило на офіційному сайті регулярний (річний) звіт «Загальні тенденції тіньової економіки в Україні». Згідно оприлюдненому документу в I кварталі 2017 року рівень тіньової економіки дорівнював 37% від офіційного ВВП або 1,1 трлн грн. (і це тільки офіційні дані, які явно занижені), що на 6 відсоткових пунктів менше за показник I кварталу 2016 р. [26].

За деякими підрахунками економістів, реальний обсяг тіньового ринку готівкової валюти дорівнює 2- 3 млрд. дол., що значно перевищує офіційні статистичні дані від НБУ. Для порівняння, станом на I квартал 2017 року у Нігерії цей показник дорівнює 48% ВВП, а в Азербайджані – 67% ВВП.

Інтегральний показник рівня тіньової економіки в Україні і темпи приросту/зниження рівня реального ВВП зображений на рис. 2.15.

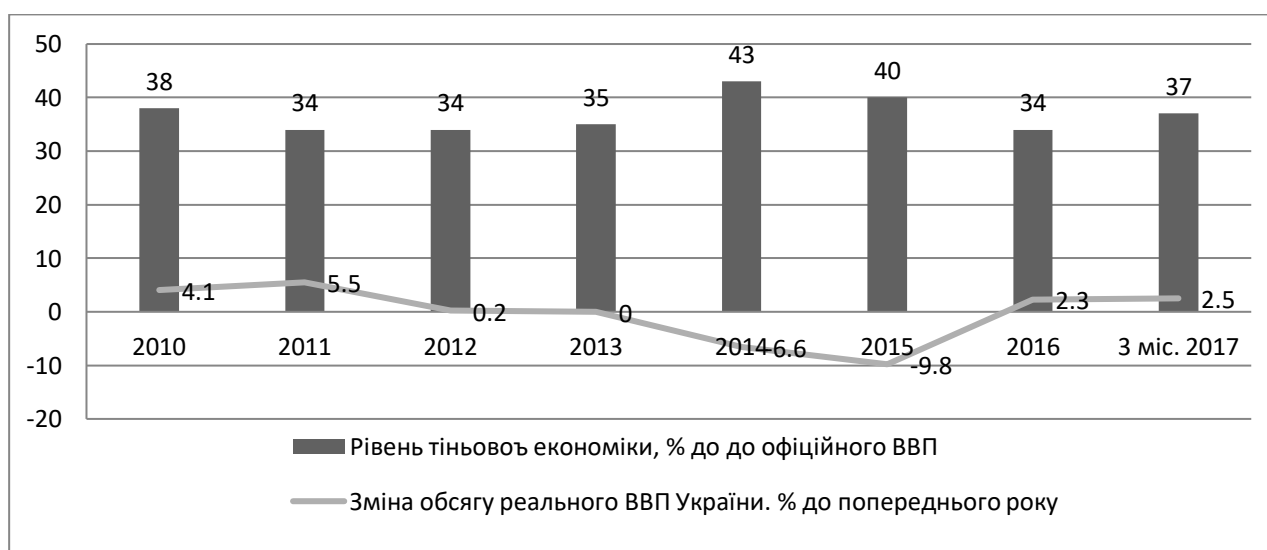
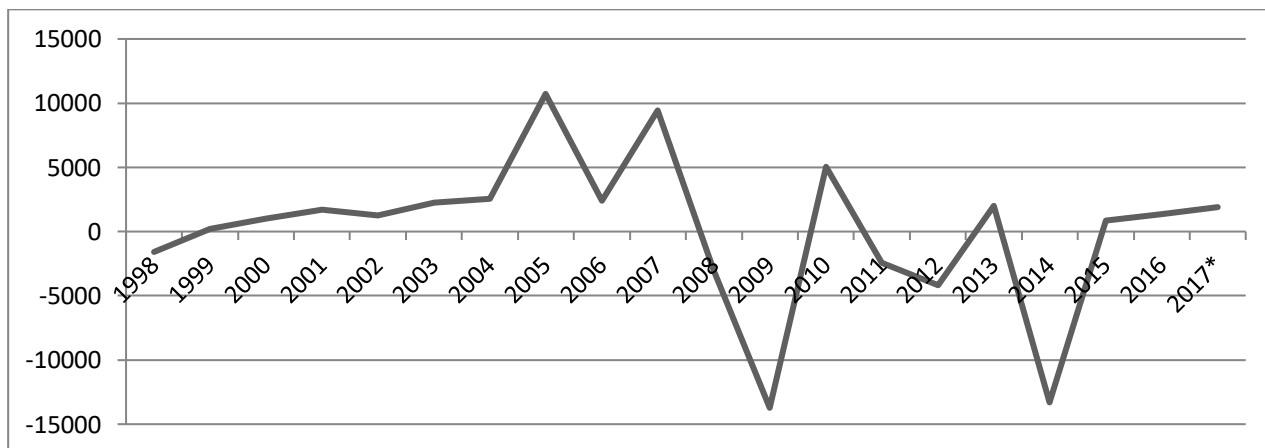


Рис. 2.15. Інтегральний показник рівня тіньової економіки в Україні (у % від обсягу офіційного ВВП) і темпи приросту/зниження рівня реального ВВП (у % до відповідного періоду попереднього року) [56]

Цікавим є факт, що за даними Міжнародного центру перспективних досліджень, у 2013 році близько 41% закупівель державних і комунальних організацій відбувалися не на умовах тендеру, через що держава втрачала 35-53 млрд. грн. кожного року. До того ж, з рис.2.15 бачимо, що збільшення реального ВВП у I кварталі 2017 року (у розрахунку до відповідного періоду 2016 року) становило 2,5% і підтримувалось розширенням попиту як на внутрішньому, так і зовнішньому (після його звуження упродовж останніх 5 років) ринках [26].

Одним із найвпливовіших факторів, що виражає дійсний стан економіки на сучасному етапі, і який при цьому, на думку багатьох аналітиків, є ключовою причиною знецінення гривні, є платіжний баланс країни та обсяги державного боргу.

Отже, розглянемо динаміку зведеного платіжного балансу, що зображена на рис. 2.16.



*за 3 квартали 2017 року

Рис. 2.16. Динаміка зведеного платіжного балансу України в 1998-2017рр. , млн. дол. США [56]

З рис.2.16 бачимо, що суттєве зменшення показника зведеного балансу спостерігається у 2014 році, причиною чого є дефіцит поточного рахунку та

значний вплив капіталу за поточним роком. Схожу ситуацію ми спостерігали у 2009 році, коли Україна зазнала особливо важких наслідків через вплив світової фінансової кризи, що зумовило вплив капіталу у розмірі 13,7 млрд грн. В свою чергу, позитивне сальдо за результатами 2016 року спричинене адміністративним впливом НБУ, а саме припливом країни валютної виручки від іноземних банків (надходження прямих інвестицій до банківської системи дорівнювало 2,2 млрд. дол.).

Станом на жовтень 2017 року характерним був профіцит зведеного платіжного балансу, і дорівнював 155 млн. дол. США в порівнянні з 91 млн. дол. США жовтня 2016 року. Причиною профіциту можна назвати зростання міжнародних резервів до 18,7 млрд. дол. США (див. додаток І), з чого можна дійти висновку щодо неспроможності влади у 2017 році подолати негативні наслідки 2014 року, яка з ними боролася хибним способом – фінансування і поповнення доходів виключно за допомогою міжнародних кредиторів, а не пошуком і вирішенням фундаментальних проблем, які знаходяться в національній економіці.

Що стосується державного боргу, то тут варто розглянути статистичні дані за останні 7 років, щоб всесторонньо дослідити питання боргу України та зробити конкретні висновки. Основні цифри, що представлені на електронному ресурсі Міністерства економічного розвитку і торгівлі України, зображені на рис. 2.17.

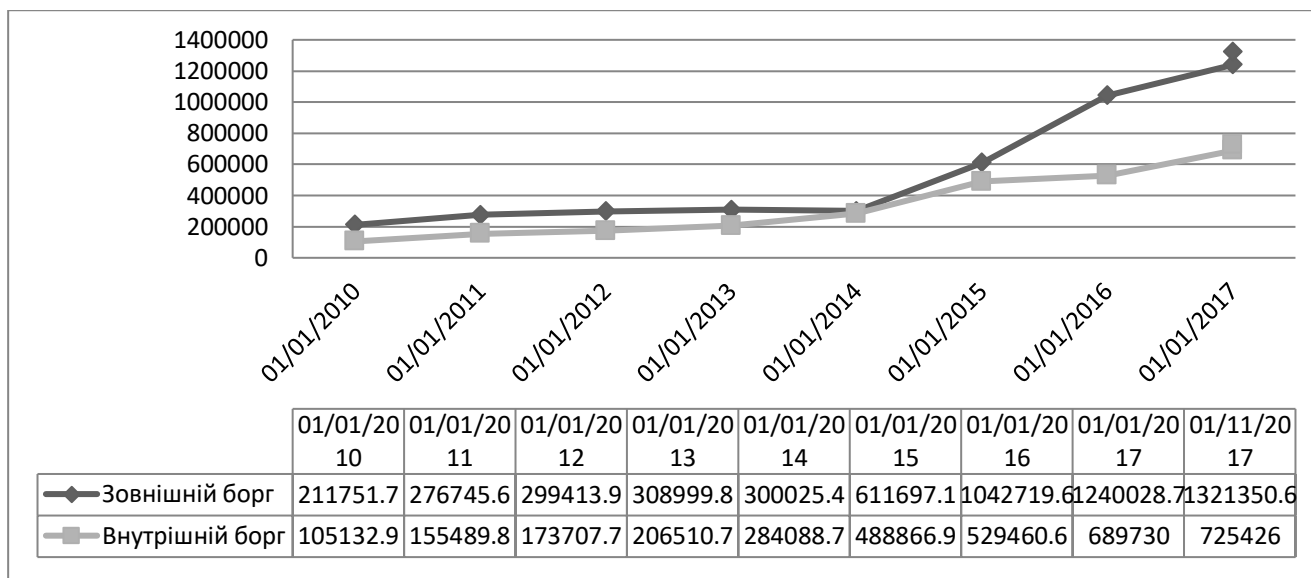


Рис. 2.17. Динаміка зовнішнього та внутрішнього боргу України в період 2010-2017 рр. [59]

Отже, з рис. 2.17 бачимо, що за період 2010–2017 рр. динаміка зростання зовнішнього та внутрішнього державного боргу була нестабільною, і у ній можна виділити кілька періодів:

- період найбільшого приросту – 2015–2017 роках, коли спостерігалися найбільш масштабні фінансові, економічні та політичні кризові явища в Україні;
- період посткризового незначного росту (2010, 2011, 2012 рр.), що характеризувався повільною стабілізацією економіки внаслідок проведенням податкових та бюджетних реформ.

В Законі України «Про Державний бюджет України на 2018 рік», що оприлюднений на сайті Верховної Ради йдеться про те, що обсяг платежів з погашення державного боргу на 2018 рік прогнозується у розмірі 175 725,5 млн. грн., що на 46 166,5 млн. грн. більше, ніж у 2017 році. Обслуговування зовнішнього державного боргу на 2018 рік заплановано в сумі 50 860,1 млн. гривень, що пов'язано зі зростанням прогнозного офіційного курсу гривні до долара США [27]. Аналізуючи структуру державного боргу (Додаток К), можна стверджувати, що протягом досліджуваного періоду в структурі державного боргу найбільшу частку становив саме зовнішній борг (виключенням є 2013 рік).

Найбільш глибокий аналіз результатів впровадження і реалізації режиму таргетування інфляції можна зробити за підсумками функціонування банківської системи. Варто відзначити, що протягом досліджуваного періоду спостерігається поступове зростання грошової маси, і водночас зменшення загального грошового агрегату. В окремі періоди це сприяло лише короточасній стабільності гривні, адже по-перше, населення «злило» гривню, перевівши її в лише товарну форму і для особистого виживання вимушене було продавати валюту; по-друге, компанії-імпортери притримували гривню, адже зовсім не вірили в курс долара за 20-22 грн, і в своїх розрахунках кінцевих цін використовували курс 29-30 грн/дол.США і 34-36 грн/євро.

Можна вважати, що банківська система, з однієї сторони стала лише заручником несприятливої ситуації, проте протягом останнього періоду мало хто не критикував її за несвоєчасні та неефективні дії на валютному ринку. Навіть сам НБУ сам себе розкритикував наприкінці 2014 року (нагадаймо рішення Ради НБУ від 17 грудня 2014 року № 30, в якому керівництво критикувалось і засуджувалося за «ситуативне прийняття рішень у здійсненні монетарної політики, що стало одним із факторів створення надмірного попиту на іноземну валюту на міжбанківському ринку та значною мірою призвело до різкого знецінення гривні») [57].

Дестабілізація валютного ринку України, що відбулась з початку 2014 року внаслідок сукупності політичних та соціально-економічних чинників, зумовила необхідність розробки та реалізації НБУ низки заходів, спрямованих на його врівноваження (Додаток Л). Результати таких дій неможливо оцінити однозначно, про що свідчать показники функціонування банківської системи за підсумками останніх років (табл. 2.3, Додаток М).

Таблиця 2.3

Окремі показники діяльності банківської системи України [57; 77]

<i>Показник/ Дата</i>	<i>01.01.14</i>	<i>01.01.15</i>	<i>01.01.16</i>	<i>01.04.16</i>	<i>01.07.16</i>	<i>01.10.16</i>	<i>01.01.17</i>
<i>Чисті активи, млрд. грн..</i>	1 278,10	1 316,85	1 254,39	1 299,06	1 260,62	1 275,94	1 256,30

<i>Кредитний портфель, млрд. грн.</i>	911,40	1 006,36	965,09	983,94	907,96	943,06	1 005,92
<i>Високоліквідні активи, млрд. грн.</i>	152,90	155,64	191,26	223,05	224,21	212,19	199,50
<i>Офіційний валютний курс UAH/USD, грн.</i>	7,99	15,77	24,00	26,22	24,85	25,91	27,19
<i>Чистий операційний дохід від основної діяльності, млн. грн.</i>	73 354	92 984	83 124	12 116	31 001	55 608	76 592
<i>Фінансовий результат поточного року, млн. грн.</i>	1 436	- 52 966	- 66 600	- 8 011	- 9 183	- 11 627	-159 387
<i>Коефіцієнт ефективності діяльності, %</i>	138,43	154,48	167,14	102,18	129,95	150,95	152,34

За підсумком 2016 року доходи банків України, у порівнянні з аналогічним періодом минулого року, знизилися на 4,3% і становили 190,69 млрд. грн., в той час як витрати зросли на 31,7% – до 350,08 млрд. грн. Фінансовий результат діяльності БСУ за підсумком 2016 року був від’ємним та склав (-)159,39 млрд. грн. ((-)66,60 млрд. грн. за 2015 р.). Зниження доходів протягом 2016 року порівняно з відповідним періодом минулого року пов’язане насамперед з отриманням збитків від торговельних операцій (за рахунок збитків від торгівлі іноземною валютою та банківськими металами) та скороченням процентних доходів, обсяг яких порівняно з відповідним періодом минулого року скоротився на 62% та станом на 01.01.2017 р. відповідав 8,24 млрд. грн. [4].

Важливо відзначити, що значна збитковість банківської системи за підсумками 2016 року зумовлена значними відрахуваннями в резерви протягом IV кварталу того ж року (на 01.01.2017 рік сума дорівнювала 198,31 млрд.грн), що відбувалося з метою регулювання діяльності ПАТ КБ «ПриватБанк» в процесі його націоналізації. В свою чергу, відбулося лише незначне збільшення чистих активів, адже станом на 01.01.2017 р. їх обсяг становив 1,256 млрд. грн. проти 1,254 млрд. грн. на початок року.

До основних причин зміни обсягу активів банківської системи можна віднести динаміку валютного курсу, необґрунтовану ліквідацію великої кількості банків (близько 80) та зменшення обсягу кредитного портфелю. Також з табл. 2.3 бачимо, що протягом останніх років спостерігається значна волатильність обмінного курсу, що пов'язано з неприйнятними діями з боку НБУ, адже за словами Валерії Гонтарєвої, «НБУ не несе відповідальності за валютний курс гривні», і як наслідок такої негативної комунікативної політики, стала недовіра до влади (за соціологічними опитуваннями, 58% опитаних зовсім не довіряють і лише 1% повністю довіряє Гонтарєвій), «валютна паніка» і високі девальваційні очікування населення. Згідно з консенсус-прогнозом Міністерства економічного розвитку і торгівлі курс гривні у 2018 р. дорівнюватиме 29,55 UAH/USD, 2019 – 29,90 UAH/USD, 2020 – 32 UAH/USD [59].

Хоча НБУ затвердив впровадження інфляційного таргетування з метою забезпечення цінової стабільності та контролю над інфляційними процесами, проте на практиці це не відбулося. Доказом цього є статистичні дані, розглянуті у Додатку Н, де зокрема наведено останні відомості щодо рівня інфляції в окремих країнах світу, серед яких Україна займає лідерство. Один з найвищих рівнів інфляції було зафіксовано у 2014 році (124,9%), причиною чого міг стати початок військових дій на Сході України, анексія Криму та політична криза, що, зокрема, наблизило банківський сектор до межі повного колапсу.

Згодом, у 2015 році інфляційні процеси тільки посилилися, і за підсумками ми отримали найвищий за всю новітню історію індекс – 143,3% (тільки за показником газу даний показник дорівнював 373%), що безумовно відбилося на рівні життя населення. У 2016 році індекс інфляції дорівнював 112,4%, що навіть в порівнянні з високим значенням попереднього року, мало значний вплив на національну економіку, а особливо на бюджетну та соціальну сфери. У 2017 році тенденція до збільшення інфляції збереглася через підвищення мінімальної заробітної плати до 3200 грн та зростання тарифів на енергоносії.

Проте, це тільки офіційні дані, адже Метт О'Браєн у блозі на Washington Post, посилаючись на Стіва Ганке - професора американського Університету

Джонса Гопкінса вважає, що рівень інфляції в Україні становить 272%. "Гіперінфляція завжди та всюди є політичним явищем. Вона трапляється після воєн і революцій, коли уряди змушені друкувати потрібні їм гроші, оскільки вже немає що оподатковувати – і саме це сталося в Україні", – написано у блозі Джонса. "Просто на зміну партійним босам прийшли олігархи, але корупція та неефективність залишилися тими ж, а частка тіньової економіки, за оцінками МВФ, становить в Україні 50% ВВП. І тепер через війну з Росією – своїм найбільшим торгівельним партнером - Україна втрачає ті крихти, які ще залишалися", – пише О'Браєн [102].

Ще одним важливим показником ефективності реалізації режиму інфляційного таргетування є обсяг золотовалютних резервів, адже відповідно до Дорожньої карти Національного банку України з переходу до інфляційного таргетування протягом 2015-2017 рр. планувалося збільшити міжнародні резерви. До того ж, відповідно до Стратегії монетарної політики на 2016-2020 рр. основною ціллю здійснення валютних інтервенцій є купівля валюти для поповнення золотовалютних резервів.

Вже починаючи з 2015 року спостерігалось значне скорочення золотовалютних резервів, що одночасно відбувалося зі значною волатильністю обмінного курсу. Це засвідчило неефективність застосування інструменту валютних інтервенцій для забезпечення стабільності курсу і проблему недостатнього обсягу резервів, що зображено на рис. 2.18.

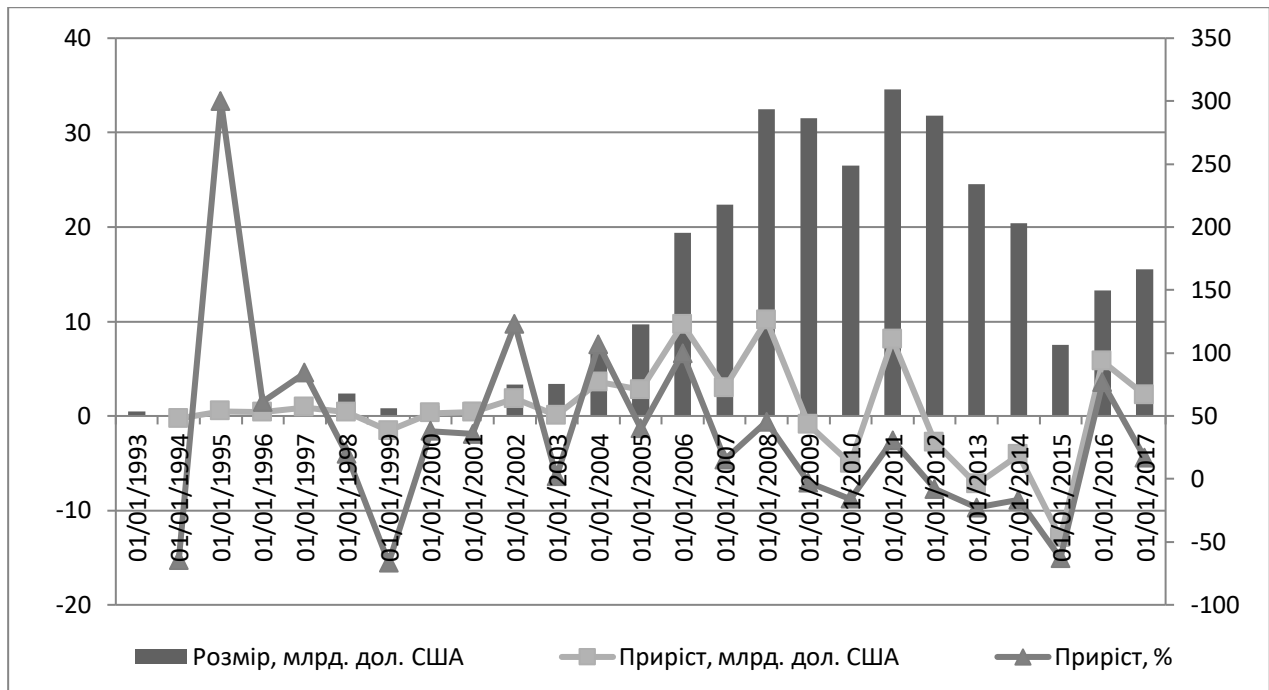


Рис. 2.18. Динаміка зміни золотовалютних резервів України у 1995-2017 рр. [57; 77]

З рис.2.18 бачимо, що до періоду світової кризи 2008 року, відбувалося поступове зростання золотовалютних резервів, після чого все відбувалося в протилежному напрямку, зокрема за рахунок витрати запасів НБУ на підтримку курсу. У 2010-2011 роках відбулася певна стабілізація, що дало можливість регулятору прикупити валютних ресурсів. Згодом, з періоду 2014 року внаслідок численних негативних факторів відбулося катастрофічне скорочення золотовалютних резервів приблизно на 57,89%. На сьогоднішній день ми можемо спостерігати певну монополію регулятора щодо управління національним резервом, що дозволяє «самовільно» йому розпоряджатися національним багатством на особистий розсуд.

Отже, проаналізувавши показники банківської системи та економіки в цілому, можемо говорити про неефективність впровадження режиму інфляційного таргетування в Україні, яке повинно б ґрунтуватися на взаємоузгодженості та своєчасності дій з боку НБУ. Як наслідок, населення має все менше інструментів для заощадження власних доходів та збереження їх від інфляції, яку регулятор так і не зміг приборкати.

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 2

Здійснивши аналіз становлення та розвитку грошово-кредитної політики України, а також дослідження наслідків застосування режиму таргетування інфляції на основі оцінки використання НБУ певних монетарних інструментів та їх впливу на ефективність банківської діяльності в Україні, ми прийшли до наступних висновків.

1. У становленні грошово-кредитної політики України прийнято виділяти чотири основні етапи. Перший етап (1991 - 1995 роки) - створення самостійної

банківської і грошової системи України та започаткування співпраці з міжнародними фінансовими організаціями (МВФ, СБ, ЄБРР). Другий етап (1996 - 1999 роки) характеризується проведенням грошової реформи з уведенням в обіг національної грошової одиниці та використання на її основі ринкових елементів регулювання грошово-кредитного ринку. Для третього етапу (2000 - 2007 роки) характерним є подальший розвиток банківської системи і монетарних інструментів із регулювання грошово-кредитного ринку. Четвертий етап розпочався із 2008 року та триває до сьогоднішнього часу, і спрямований на протидію фінансовій кризі і оздоровлення банківської системи.

2. В економічній літературі серед деяких науковців прийнято виділяти ще підготовчий етап або, як часто його називають, «нульовий». Цей етап охоплює період 1991 - 1992 рр., коли Україна фактично не мала власної грошової одиниці, і тому була залежною від пропозиції російського карбованця.

3. У Законі України «Про Національний банк України» у ст. 25 грошово - кредитна політика ототожнюється із регулюванням обсягу грошової маси. яке здійснюється через: визначення та регулювання норм обов'язкових резервів для банків; процентну політику; рефінансування банків; регулювання імпорту та експорту капіталу; запровадження на строк до шести місяців вимоги щодо обов'язкового продажу частини надходжень в іноземній валюті; емісію власних боргових зобов'язань та операції з ними та ін.

4. Важливим інструментом реалізації грошово-кредитної політики, особливо на сучасному етапі запровадження таргетування інфляції є облікова ставка, адже від неї залежить вартість фінансових інструментів, що впливають на ліквідність ринку. В 1994 році вона змінювалася декілька разів і мала пікові значення з 25.10.1994 року по 12.12.1994 року (вона складала 300 %) - це були максимальні значення, причиною чого стала гіперінфляція. Найнижче значення (7%) спостерігалось з 05.12.2002 року по 07.05.2004 року. Останній раз НБУ знижував облікову ставку – до 12,5% річних з 13% річних - 26 травня 2017 року.

5. Діяльність НБУ за підсумками 2016 року характеризується необґрунтованим рефінансуванням, адже найбільші його обсяги у 2016 році були

відмічені 09.03.2016 року на загальну суму 1969 млн.грн. (з них 1500 млн. в рамках постійно діючої системи надання НБУ кредитів «овернайт» під 24% і 469 млн. грн – в рамках проведення тендеру задля підтримки ліквідності банків під 22,55%) та 20.04.2016 року на загальну суму 818 млн. грн. під 22,02% в рамках проведення тендеру. На сьогоднішній день НАБУ розслідує виведення НБУ більше 500 мільйонів доларів. В свою чергу, загальна заборгованість банків – банкрутів перед НБУ- 45,2 мільярда гривень.

6. В Постанові НБУ від 18.08.2015 року № 541 «Про основні засади грошово-кредитної політики на 2016 – 2020 роки» чітко обґрунтовується бажання українського центрального банку перейти до режиму інфляційного таргетування з метою стабілізації інфляції на рівні близько 5%, що викликало неоднозначні думки. При цьому такий перехід повинен ґрунтуватися на безумовній пріоритетності цілі цінової стабільності та підпорядкування їй усіх інших цілей грошово-кредитної політики, а також використанні режиму гнучкого обмінного курсу.

7. Досліджено результати запровадження інфляційного таргетування в Україні. Так, за підсумком 2016 року доходи банків України, у порівнянні з аналогічним періодом минулого року, знизилися на 4,3% і становили 190,69 млрд. грн., в той час як витрати зросли на 31,7% – до 350,08 млрд. грн. Фінансовий результат діяльності БСУ за підсумком 2016 року був від'ємним та склав (-)159,39 млрд. грн. ((-)66,60 млрд. грн. за 2015 р.). В свою чергу, відбулося лише незначне збільшення чистих активів, адже станом на 01.01.2017 р. їх обсяг становив 1,256 млрд. грн. проти 1,254 млрд. грн. на початок року.

8. Розглянуто динаміку інфляційних процесів, керованість якими визначена основною ціллю грошово-кредитної політики НБУ. Один з найвищих рівнів інфляції було зафіксовано у 2014 році (124,9%), у 2015 році інфляційні процеси тільки посилювалися, і за підсумками ми отримали найвищий за всю новітню історію індекс – 143,3% (тільки за показником газу даний показник дорівнював 373%),. У 2016 році індекс інфляції дорівнював 112,4%, що навіть в порівнянні з високим значенням попереднього року мало значний вплив на національну

економіку, а особливо на бюджетну та соціальну сфери. У 2017 році тенденція до збільшення інфляції збереглася через підвищення мінімальної заробітної плати до 3200грн та зростання тарифів на енергоносії. Проте, на думку Метт О'Браєна (американського економіста) рівень інфляції в Україні становить 272%.

РОЗДІЛ 3

ПЕРСПЕКТИВИ РЕАЛІЗАЦІЇ ТА НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ МОНЕТАРНОЇ ПОЛІТИКИ В УКРАЇНІ

3.1. Досвід реалізації монетарної політики провідними країнами світу

Від ефективної монетарної політики безпосередньо залежить забезпечення економічного розвитку країни, стабільність обмінного курсу та загальний стан банківської системи. Світовою практикою набуто значний досвід державного регулювання грошово-кредитної сфери, що характеризується застосуванням широкої гамми різноманітних інструментів для досягнення поставлених цілей,

зокрема забезпечення цінової стабільності, економічного розвитку та зменшення рівня безробіття.

Світовим досвідом напрацьовано дві базових стратегії монетарної політики, а саме – експансивну (супроводжується пом'якшенням монетарних умов, зниженням відсоткових ставок, збільшенням пропозиції грошей) та рестриктивну (передбачає дестимулюючу політику, уповільнення інфляції, стримування економічного зростання). Існує можливість застосування і змішаного підходу до реалізації ефективної державної грошово-кредитної політики шляхом комбінування прямих і непрямих грошово-кредитних інструментів, але це потребує належного становлення і поступу внутрішнього ринку цінних паперів, що стабільно функціонує. А це вже вимагає достатньої довіри до уряду як емітента цінних паперів з боку як внутрішніх, так і зовнішніх інвесторів [17].

В загальному, реалізація будь якого виду грошово-кредитної політики залежить від початкового визначення основних цілей та інструментів, що використовуватимуться для їх досягнення. У різних країнах такі інструменти мають свою змістовність, яка залежить від виду монетарної політики, економічного типу країни, рівня розвитку та значення макроекономічних показників.

Стратегічні цілі монетарної політики центральних банків країн світу представлені у табл. 3.1.

Таблиця 3.1

Стратегічні цілі монетарної політики центральних банків країн світу [36]

<i>Центральний банк</i>	<i>Цілі монетарної політики</i>
<i>Національний банк України</i>	Забезпечення стабільності національної грошової одиниці. Забезпечення стабільності банківської системи. Підтримка сталого економічного зростання, що є основою сталого розвитку економіки країни.
<i>Банк Франції</i>	Забезпечення цінової стабільності (згідно з Маастрихтською угодою в межах Єврозони)
<i>Німецький Бундесбанк</i>	Забезпечення цінової стабільності (згідно з Маастрихтською угодою в межах Єврозони)
<i>Банк Італії</i>	Забезпечення цінової стабільності (згідно з Маастрихтською угодою в межах Єврозони)
<i>ФРС США</i>	Ефективне сприяння максимальній зайнятості, стійким цінам і помірним довгостроковим процентним ставкам

<i>Банк Англії</i>	Грошова стабільність (цінова стабільність та довіра до національної валюти). Фінансова стабільність (виявлення та скорочення загроз фінансової системи в цілому). Підтримка економічних цілей уряду, в тому числі, зростання зайнятості, досягнення економічної стабільності в цілому, і забезпечення належних умов для сталого зростання виробництва
<i>Банк Канади</i>	Сприяння результатам економічної діяльності та поліпшенню стандарту життя канадців шляхом збереження низької, стійкої та передбачуваної інфляції
<i>Національний банк Швейцарії</i>	Основна мета - забезпечення стабільності цін, з врахуванням потреб економічного розвитку, створюючи належні умови для економічного зростання
<i>Банк Японії</i>	Емісія банкнот, а також валютне і грошово-кредитне регулювання. Забезпечення безперервних розрахунків між банками та іншими фінансовими інститутами. Сприяння впорядкованому функціонуванню фінансової системи. Валютне і грошово-кредитне регулювання повинно спрямовуватися на сприяння надійному розвитку національної економіки
<i>Банк Швеції</i>	Забезпечення цінової стабільності. Досягнення повної зайнятості. Сприяння стійкому економічному зростанню. Забезпечення ефективного функціонування платіжних систем. Забезпечення стабільності фінансової банківської системи
<i>Резервний банк Австралії</i>	Стабільність валюти Австралії; підтримання повної зайнятості, економічного процвітання і добробуту населення Австралії
<i>Банк Китаю</i>	Стабільність курсу національної валюти, що забезпечують в свою чергу економічне зростання
<i>Банк Грузії</i>	Забезпеченням цінової стабільності. Забезпечення стабільності фінансової системи. Забезпечення економічного зростання у довгостроковій перспективі
<i>Банк Ізраїлю</i>	Забезпеченням цінової стабільності. Досягнення повної зайнятості. Сприяння стійкому економічному зростанню. Забезпечення стабільності фінансової банківської системи

Отже, з даної табл. можна зробити висновки, що основний зміст всіх цілей центральних банків полягає у бажанні забезпечити економічний та соціальний розвиток, на що спрямовані всі дії з боку регулятора.

Використання інструментів монетарної політики центральними банками країн світу визначається загальним економічним та соціальним розвитком, історичним підґрунтям грошово-кредитної політики, часовим періодом та заданими цілями .

Дані щодо застосування певних видів інструментів монетарної політики у світовій практиці наведені у табл. 3.2.

Таблиця 3.2

Інструменти монетарної політики центральних банків країн світу [18]

Орган, що виконує роль центрального банку	Інструменти монетарної політики									
	Операції на відкритому ринку	Відсоткова ставка	Резервні вимоги	Відсотки за балансовими вимогами та балансовими надлишками	Заходи (схема) кредитування під заставу цінних паперів, забезпечених активами	Строкові депозити	Кредитування центральним банком	Офіційний готівковий курс	Переоблік векселів	Операції на валютному ринку
<i>Національний банк України</i>	+	+	+				+			+
<i>Федеративна система США</i>	+	+	+	+	+	+				
<i>Європейський центральний банк</i>	+		+				+			
<i>Швейцарський банк</i>	+						+			
<i>Банк Англії</i>		+								
<i>Резервний банк Нової Зеландії</i>								+		
<i>Банк Канади</i>		+								
<i>Банк Японії</i>	+		+							
<i>Резервний банк Австралії</i>		+								
<i>Народний банк Китаю</i>	+	+	+				+		+	

Дані табл. 3.2 свідчать, що найбільш поширеним інструментом серед іноземних банків є операції з цінними паперами на відкритому ринку. Його, зокрема, використовує НБУ, Федеративна система США, ЄЦБ, Банк Японії, Народний Банк Китаю та Швейцарський банк. За поширеністю застосування на другому місці знаходиться облікова політика, яка спрямована на орієнтацію суб'єктів фінансового ринку щодо можливої зміни вартості капіталу, що характеризує банк як важливого макроекономічного регулятора. Для ефективної реалізації грошово-кредитної політики даний інструмент використовує НБУ, Резервний банк Австралії, Банк Англії, Банк Канади, Народний банк Китаю та Федеративна система США.

Порівняння облікових ставок країн світу у 2013-2016 роках наведено у табл. 3.3.

Таблиця 3.3

Облікові ставки центральних банків країн світу, 2013-2016рр. [45]

Країна	Облікова ставка ЦБ країни на 01.01.2017, %	Середня ставка ЦБ країни 2013-2016, %
<i>Китайська народна республіка</i>	4,35	5,35
<i>Японія</i>	-0,10	0,05
<i>Сполучені штати Америки</i>	0,75	0,3125
<i>Південна Корея</i>	1,25	1,81
<i>Країни Євросоюзу</i>	0	0,0875
<i>Швейцарія</i>	-0,75	0
<i>Великобританія</i>	0,25	0,4375
<i>Канада</i>	0,50	1
<i>Швеція</i>	-0,50	0,375
<i>Ізраїль</i>	0,10	0,36
<i>Австралія</i>	1,50	2,125
<i>Індія</i>	6,25	7,3125
<i>Данія</i>	-0,75	0
<i>Бразилія</i>	13,75	12,43
<i>Мексика</i>	5,75	3,875
<i>Російська Федерація</i>	10	10,875

Продовження табл. 3.3

<i>Туреччина</i>	8	6,38
<i>ПАР</i>	6	7
<i>Україна</i>	14	14,81

Як бачимо з табл. 3.3, органами, що виконують роль центральних банків провідних країн світу, також ефективно використовується такий інструмент як встановлення норм обов'язкового резервування. З метою регулювання пропозиції грошей його застосовують ЄЦБ, НБУ, Банк Японії та Федеральна система США.

Таблиця 3.4

**Особливості застосування норми обов'язкового резервування
провідними країнами світу [83]**

Елементи	Банк Англії	Федеральна резервна система	Європейський центральний банк	Банк Японії
<i>Суб'єкти обов'язкового резервування</i>	Банки за бажанням	Всі депозитні установи	Всі кредитні установи	Всі депозитні установи
<i>База резервування</i>	Зобов'язання банків в національній валюті	Переказні депозити	Депозити, цінні папери банку	Депозити резидентів, облігації банку в національній валюті
<i>Диференціація нормативів</i>	Відсутня	За сумою	За терміном	Залежно від типу та розміру депозиту
<i>Період підтримки резервів</i>	4–5 тижнів	1–2 тижні	3–5 тижнів	Місяць
<i>Виплати за резервами</i>	Офіційна ставка банку Англії	0,25%	Середня ставка за основними операціями рефінансування на період підтримання	Відсутні

Як проілюстровано у табл. 3.4, ефективним можна вважати застосування більшістю країнами на суму середнього значення обов'язкових резервів протягом періоду підтримання нараховують проценти, що пом'якшує податкову природу механізму резервних вимог, а відтак підвищує його ефективність [45].

Цікавим є факт, що у Великій Британії участь банків у системі резервування є добровільною. Банки самостійно визначають суму резервування, але вона повинна бути обмежена лімітом (встановлюється в розмірі 5% від середньої величини бази резервування за півроку) і кратна 10 млн. фунтів стерлінгів. У середньому цей показник становить 0,145% і майже не переглядається Банком Англії [83].

Також важливим інструментом реалізації ефективної грошово-кредитної політики є обґрунтована капіталізація та рефінансування банківських кредитних установ, що здійснюється з метою забезпечення їх додатковими ресурсами на

кредитній основі. Його активно використовує регулятор в таких країнах як, Великобританія, Німеччина, Франція, Іспанія, Латвія та багато інших, особливості застосування яких наведені у табл. 3.5.

Таблиця 3.5

Узагальнена характеристика світового досвіду щодо капіталізації та рефінансування банківських кредитних установ [17]

Держави	Реалізовані інструменти
<i>Великобританія</i>	<ul style="list-style-type: none"> – інвестування урядом викупу часток у великих банках та короткострокових кредитів Банку Англії; – надання гарантій міжбанківських кредитів Королівському банку Шотландії в обмін на державні гарантій споживчого та комерційного кредитування; – здійснення урядом Великобританії фінансового вливання у націоналізований іпотечний банк в цілях виведення ринку іпотеки з кризового стану; – надання гарантій за активами Королівському банку Шотландії і Банківській групі Ллойдз в обмін на їх зобов'язання збільшити обсяги банківського кредитування
<i>Німеччина</i>	– створення Спеціального фонду стабілізації (гарантування та рекапіталізації банківської системи) фінансово-кредитного ринку в цілях трансформації великих банків у державну чи напівдержаву власність
<i>Франція</i>	– надання урядом гарантій за міжбанківським кредитуванням та в цілях рекапіталізації банків.
<i>Країни Бенілюксу</i>	– здійснення урядових інвестицій у банки в обмін на їх акції
<i>Австрія</i>	<ul style="list-style-type: none"> – націоналізація проблемних банків; – отримання урядом широкого пакету фінансової допомоги для банківської системи держави

Продовження табл. 3.5

<i>Іспанія</i>	– створення урядом фонду для викупу активів у проблемних банків
<i>Португалія</i>	<ul style="list-style-type: none"> – націоналізація урядом Португальського бізнес банку та передання його в управління державному банку; – державна фінансова підтримка забезпечення банківських гарантій
<i>Греція</i>	<ul style="list-style-type: none"> – надання гарантій держави на 3-5 років усім фінансовим установам країни; – надання кредитним установам спеціальних державних облігацій в обмін на забезпечення ними цих цінних паперів; – зміцнення капіталу банків в обмін на одержання державою частини їх привілейованих акцій
<i>Ісландія</i>	– придбання державою 75% акцій банку Глітнір
<i>Ірландія</i>	– надання урядових гарантій банківській системі
<i>Латвія</i>	– надання Єврокомісією Латвії кредиту, а також отримання державою кредитної допомоги від Світового Банку та МВФ та країн: Швеції, Данії, Фінляндії, Естонії і Норвегії
<i>Індія</i>	– виділення урядом коштів на придбання акцій банків країни

Для повного розуміння світового досвіду реалізації монетарної політики важливо розглянути особливості реалізації різних режимів таргетування окремими країнами. За останніми дослідженнями МФВ, інфляційне таргетування застосовує 38 країн, монетарне – 24, валютний курс є номінальним якорем у 82 державах[105]. Цікавим є факт, що в порівнянні з 2008 роком, на сьогоднішній день частка країн з інфляційним таргетуванням зменшилася з 22,9% до сьогоднішніх 19,8%.

У зв'язку з тим, що в Україні здійснено перехід до інфляційного таргетування для нас важливо розглянути його зарубіжний досвід використання. Вперше даний режим був реалізований у 1990 році в Новій Зеландії. До речі, саме досвід цієї країни свідчить про довготривалу боротьбу за фіксацію інфляційних очікувань, адже навіть через 25 років після запровадження режиму таргетування інфляції, домогосподарства та фірми в Новій Зеландії все ще передбачають інфляцію значно вищу від цільового показника. Саме тому, можна стверджувати, що реалізація даного типу політики в Україні, яка пережила нещодавно гіперінфляцію, буде ще складнішою і менш ефективною.

Якщо взяти до уваги 38 країн, що використовують інфляційне таргетування, то за підсумками 2016 року, лише 7 з них утримували інфляцію в рамках цільового діапазону (Чилі, Уганда, Парагвай, Гватемала, Індія, Індонезія та Мексика), в 20 фактична інфляція знаходиться нижче цільового рівня, в решти 11 – діючий показник інфляції вище цільового. Щодо відношення фактичної інфляції до цільового показника, то цікава думка наведена в огляді Банку Англії «Мистецтво інфляційного таргетування – 2012», де стверджується, що «за перевищення порога в 3- 4% інфляція приводить до надмірних видатків на підтримку рівня добробуту, тоді як імовірний виграш від інфляції нижче 2% навряд чи переважає переваги позитивного таргету інфляції» [58].

Саме через це, важко судити, чи дійсно застосування інфляційного таргетування дозволяє країнам покращити свою економічну ситуацію. Адже, не

зважаючи на те, що жодна з країн, яка впровадила даний режим, не відмовилась від цієї монетарної стратегії, більшість з них відчуває суттєві проблеми у дотриманні цільового показника. Так, зокрема [97]:

- Чехія (1998р.): цільовий показник інфляції знаходився в рамках заданого коридору лише протягом одного тривалого періоду (вересень 2001 – травень 2002р.);
- Польща (1999р.): цільовий показник інфляції знаходився в межах «коридору» лише 3 рази (серпень 1999р., січень-червень 2001р., січень-травень 2004р.);
- Угорщина (2001р.): цільовий показник знаходився в межах встановленого «коридору» протягом періоду з червня 2002р. по листопад 2003р.

Після фінансової кризи 1997-1998 років, у 1999 році інфляційне таргетування почала використовувати Бразилія. На момент введення режиму інфляція дорівнювала 4,9%. Вже у наступні роки (2000-2016), крім 2007-го, вона була значно вищою (2003 р. - 14,7%, 2015-2016рр. - 8,7-9% при цільовому показнику 3 - 6%).

Щодо процентних ставок, які є важливим інструментом даного режиму, то на момент його введення відсоткова ставка ЦБ Бразилії дорівнювала 19%, в 2003 році дійшла до свого максимального значення – 27%, проте в інший період нижче 10% не опускалася, і на сьогодні становить 11,25%. При цьому, сучасна Бразилія продовжує залишатися країною з досить низьким економічним розвитком, адже на кінець 2016 року, індикатор «грошова маса М2 / ВВП» дорівнювала в Бразилії 38%, коли для порівняння в Китаї – 208%, Японії- 177%, а в єврозоні – 94%.

Схожа ситуація спостерігалася у Туреччині, котра з 2002 року встановлює цільові показники інфляції одночасно з плаваючим курсом турецької ліри, і котрі не виконувалися протягом 12 років (лише у 2004 та 2009 році). Економісти прогнозують, що коли інфляція в 2017 році буде залишатися на цьому ж рівні (більше 10%), то Туреччина може вийти з даного режиму, на що має вплив історичне підґрунтя її монетарної політики.

У 1990-ті роки, коли середня інфляція за рік становила близько 70%, ВВП країни росло приблизно на 4,2% за рік. Саме через це, варіант поступового економічного розвитку з одночасно помірною інфляцією може бути набагато кращий, аніж рецесія, спричинена такими антиінфляційними діями.

Отже, хоча і метою запровадження інфляційного таргетування передбачено зниження інфляційних темпів та зростання ВВП, проте на практиці це не завжди реалізувалося, що можемо спостерігати у табл. 3.6.

Таблиця 3.6

Порівняльні показники ВВП та інфляції для окремих країн, % [41]

Країни, що таргетують інфляцію	Рівень інфляції			Приріст реального ВВП		
	до таргетування	після таргетування	різниця	до таргетування	після таргетування	Різниця
<i>Австралія</i>	6,33	2,25	4,08	3,03	4,46	1,43
<i>Канада</i>	4,38	2,00	2,38	3,24	2,70	-0,54
<i>Чилі</i>	21,33	9,58	11,75	6,21	6,65	0,45
<i>Фінляндія</i>	4,68	1,23	3,45	1,27	3,71	2,44
<i>Нова Зеландія</i>	11,32	2,25	9,07	2,72	2,39	-0,32
<i>Іспанія</i>	6,24	3,01	3,23	2,91	3,11	0,20
<i>Швеція</i>	6,27	1,46	4,81	1,33	2,40	1,07
<i>Об'єднане корол.</i>	5,68	2,62	3,06	2,38	3,01	0,63

Отже, зростання ВВП є неочевидним, хоча і відбувалося зниження інфляції. Тут важливо відзначити, що не існує чіткого визначення оптимального рівня інфляції у країнах із переходом на ринкову основу. До прикладу, у країнах, в яких існує інфляційне таргетування, її рівень варіював від 1–3% (Ізраїль, Нова Зеландія) і 2% (Великобританія, Швеція) до $8,7 \pm 2\%$ (Гана). При цьому Чехія та Перу визначали цільову інфляцію як $2 \pm 1\%$, а Канада – 2%. В інших країнах цільова інфляція була вищою: Австралія – 2–3%, Вірменія – $4 \pm 1,5\%$, Бразилія – $4,5 \pm 2\%$ тощо [50].

Важливо відзначити, що у всіх країнах, які реалізували режим таргетування інфляційного таргетування, ієрархія цілей закріплена законодавчо, що представлено у табл. 3.7.

Таблиця 3.7

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»

Як бачимо, переважно, ця вимога закріплена в законі про центральний банк (див. табл. 3.7). У багатьох випадках, закон про центральний банк також встановлює додаткові цілі (залежно від визначення основної), зокрема стабільність обмінного курсу та забезпечення економічного розвитку.

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 84 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].

Випадки успішної реалізації даного режиму є одиничними. Так, наприклад, це вдалося Ізраїлю, хоча міжнародні економісти вважають, що за це йому

довелося заплатити занадто велику ціну у вигляді надлишкових втрат потенційного випуску. Непоганий досвід впровадження був у Канади, в свою чергу, іншим країнам необхідно було пройти тривалий процес до хоча б наближеного виконання поставлених цілей.

Основні умови ефективного запровадження режиму таргетування інфляції, які були дотримані на момент введення режиму представлені у табл. 3.8.

Таблиця 3.8

Основні умови ефективного запровадження режиму таргетування інфляції, які були дотримані на момент введення режиму [3; 103; 104]

Умови	Країни, що їх виконували
<i>Інструментальна незалежність ЦБ</i>	Польща, Румунія, Туреччина, Чехія, Угорщина, Канада, Чилі, Ізраїль
<i>Стабільна грошово-кредитна система</i>	Канада, Чилі, Угорщина, Ізраїль, Польща, Румунія, Туреччина
<i>Розвинений фінансовий ринок</i>	Канада та Чилі (<i>добре розвинений</i>), Чехія, Угорщина, Ізраїль (<i>середньо розвинений</i>), Туреччина, Польща та Румунія (<i>низький рівень розвитку</i>)
<i>Прогнозованість майбутнього показника інфляції</i>	Канада (<i>висока</i>), у решти країн формується до цього часу
<i>Зрозумілий трансмісійний магазин</i>	Канада (<i>зрозумілий</i>), Чехія, Чилі, Угорщина, Ізраїль, Польща, Румунія, Туреччина (<i>відносно зрозумілий</i>)

Продовження табл. 3.8

<i>Взаємоузгодженість з урядом щодо цільового показника інфляції</i>	Норвегія та Англія (<i>уряд визначав мету</i>); Нова Зеландія, Канада, Ізраїль, Чехія, Бразилія, Туреччина (<i>спільно уряд і ЦБ</i>); Швеція, Польща, Мексика, Угорщина, Перу, Колумбія (<i>самотійно ЦБ</i>)
<i>Відсутність фіскального домінування</i>	Канада, Чилі, Чехія, Угорщина, Ізраїль, Польща, Румунія, Туреччина

Отже, дані табл. 3.8 свідчать, що у багатьох країнах на момент впровадження режиму таргетування інфляції були присутні необхідні умови,

хоча і виконувалися не в повній мірі. Зокрема, для більшості країн була характерною недосконалість і незрозумілість трансмісійного механізму, неможливість визначення прогнозного показника інфляції через відсутність потрібної інформації та часткова інструментальна незалежність центрального банку. Те, що жодна з країн на момент впровадження режиму інфляційного таргетування не мала ідеальних передумов, вплинуло на ефективність його подальшого функціонування.

Що стосується монетарного таргетування, або таргетування грошових агрегатів, то його застосування тісно пов'язане з двома проблемами, зокрема необхідністю тісноговзаємозв'язку між головними орієнтирами макроекономіки та динамікою грошового агрегату (який і повинен контролюватися), а також центральний банк має повністю контролювати обраний грошовий показник. Досвід ефективного впровадження даного режиму характерний для Швейцарії та Німеччини, центральні банки яких у середньо- та довгостроковому періоді обмежували рівень інфляції та активно реалізували комунікативну політику, обговорюючи з населенням та пояснюючи йому основні питання щодо динаміки грошової маси та її впливу на інфляційні процеси.

Міжнародний досвід свідчить, що для відкритих економік, які розвиваються (Україна в тому числі) найбільш ефективним є саме режим валютного таргетування. Зокрема, Латвія з таким типом економіки обрала режим таргетування обмінного курсу як ефективний інструмент для зменшення інфляції, стабілізації макроекономічного середовища і зміцнення довіри до національної економічної політики. Банк Латвії з 1992 р. проводив активні операції з рядом валют із метою стабілізації грошового обігу шляхом підтримки обмінного курсу.

У середині лютого 1994 р. була здійснена прив'язка лата до кошика валют СПЗ. Вибір, в якості якоря саме кошика валют був спричинений тим, що останній значніше відповідав ціновій стабільності у довгостроковому плані, ніж моновалютний якір, оскільки зменшував вплив коливань курсів світових валют стосовно один до одного на стан внутрішнього грошового обігу.

Результатом таких дій та прийнятих рішень стало значне скорочення інфляційного розвитку та зовнішня стабільність національної валюти, що визначалося правильним вибором режиму курсоутворення.

Таблиця 3.9

Вплив зміни режиму курсоутворення на макроекономічні показники досліджуваних країн* [24; 79]

Країна	Попередня підготовка до зміни валютного курсу, так/ні	Рік зміни режиму валютного курсу	Вид валютного курсу, до якого відбувся перехід	Рівень інфляції		
				до зміни	урік зміни	після зміни
<i>Болгарія</i>	ні	1997	фіксований	↑	↑	↓
<i>Ізраїль</i>	так	1996	плаваючий	↓	↑	↓
<i>Латвія</i>	ні	1994	фіксований	↓	↓	↓
<i>Нова Зеландія</i>	ні	1984	плаваючий	↓	↓	↑
<i>Польща</i>	так	2000	плаваючий	↓	↑	↓
<i>Угорщина</i>	ні	1994	плаваючий	↓	↑	↓
<i>Чилі</i>	ні	1999	плаваючий	↓	↓	↑

*Примітки

↑ - збільшення (покращення, прискорення)

↓ - зменшення (погіршення, уповільнення)

Що, знову ж таки стосується Банка Латвії, то він гарантує зовнішню стабільність лата за умов вільного руху капіталу і необмеженої конвертованості національної валюти. Цікавим є факт, що саме ця країна встановила один з найліберальніших режимів іноземної валюти і руху капіталу в світі.

Також позитивний досвід у впровадженні таргетування валютного курсу був характерним для таких країн, як Чилі та Туніс. В свою чергу, неефективна реалізація даного режиму відбулася у Бразилії, де застосування такої політики призвело до гіперінфляції.

Отже, світова практика доказує, що абсолютно всі режими таргетування можуть бути успішними в досягненні поставлених цілей лише за умов комплексного та виваженого підходу до політики реформ, обґрунтованого аналізу всіх макроекономічних показників, визначення наслідків впливу зовнішніх та внутрішніх факторів, а також ефективної координації фіскальної та монетарної політики.

3.2. Основні напрями вдосконалення монетарної політики в Україні

На сучасному етапі розвиток вітчизняної економіки супроводжується внутрішніми кризами та впливом негативних зовнішніх шоків, що вимагає від НБУ та Кабінету Міністрів України гнучкого пристосування монетарної політики до структурних економічних дисбалансів. Однак, основою економічного, фінансового та навіть соціального розвитку держави можна вважати забезпечення стабільності національної грошової одиниці.

Для формування основних напрямків ефективної монетарної політики, необхідно визначити проблемні аспекти її реалізації на сучасному етапі. Адже на сьогодні можна констатувати недостатній її рівень як за досягненням усієї ієрархії цілей, визначених чинним законодавством, так і за дотриманням цільових пріоритетів, проголошених при запровадженні режиму інфляційного таргетування.

На нашу думку, сучасну монетарну політику Національного банку України не можна визнати ефективною через наступні причини [96]:

1) недотримання цільових кількісних орієнтирів щодо цінової стабільності у річному та середньостроковому періоді, значну волатильність індексу споживчих цін та недотримання на практиці пріоритетності цінової стабільності;

2) недостатній рівень стабільності банківської системи за багатьма показниками її оцінки (відтік депозитів в національній валюті та доларизація депозитного портфеля банків, зростання частки проблемних кредитів та доларизації кредитів, зменшення кредитування в національній валюті; зростання

кількості проблемних банків та недостатня капіталізація банківської системи; розбалансованість валютного ринку та девальваційний тиск на національну валюту; спекулятивні настрої, активний розвиток "сірого/тіньового" сегменту валютного ринку, множинність та висока волатильність обмінних валютних курсів тощо);

3) незначна роль Національного банку у додержанні стійких темпів економічного зростання шляхом реалізації наміру щодо сприяння активізації кредитної підтримки банками реального сектору економіки та зниження процентних ставок: темпи зростання кредитування характеризуються нестабільністю та високою волатильністю, процентні ставки за банківськими кредитами залишаються високими та неприйнятними для підприємств реального сектору.

В загальному, можна вважати, що наявна рецесія в економіці України свідчить про неефективну реалізацію монетарної політики, і вимагає від регулятора прийняття конкретних дій, зокрема збільшення його ролі у стимулюванні кредитування національної економіки на основі світового досвіду. Проте, НБУ визначив власні напрями дій покращення економічного стану країни за рахунок створення умов для успішного функціонування режиму інфляційного таргетування, які на нашу думку, сьогодні не виконуються.

Основні напрями дій для створення умов успішного функціонування режиму інфляційного таргетування в Україні представлені на рис. 3.1.



Рис. 3.1. Основні напрями дій для створення умов успішного функціонування режиму інфляційного таргетування в Україні [57]

Отже, на нашу думку, необхідно вдосконалювати зазначені на рис. дії та формувати нові теоретично-практичні підходи грошово - кредитного регулювання та проведення монетарної політики. Це підтверджує необхідність вдосконалення практики використання інструментів грошово-кредитної політики шляхом запозичення досвіду застосування традиційних та потребу у нетрадиційних інструментах, які напрацьовані центральними банками провідних країн світу.

Формувати і реалізувати нетрадиційні заходи монетарної політики регуляторами спільно з урядами провідних країн світу змушує неспроможність традиційних антикризових заходів боротися із проблемами національної економіки. Фахівці МВФ визначають нетрадиційні монетарні інструменти як заходи, що реалізуються центральними банками, і які не є традиційними інструментами здійснення монетарної політики [106]. До таких належать: надання ліквідності комерційним банкам на довгостроковий період, широкомасштабний викуп активів та систему заяв про наміри.

За допомогою нетрадиційних заходів реалізації монетарної політики здійснюється прямий вплив на фінансовий стан економічних суб'єктів, через це її проміжною ціллю у кризових умовах стає або збільшення ліквідності в цілому по банківській системі, як наприклад у ЄС та Англії, або підтримка лише окремих сегментів фінансового ринку, як у США. На рис. сформовано основні нетрадиційні інструменти грошово-кредитної політики, які використовували ФРС США і провідні банки країн Європейського Союзу.

Основні напрями монетарного впливу держав з метою пом'якшення наслідків кризи зображені на рис. 3.2.

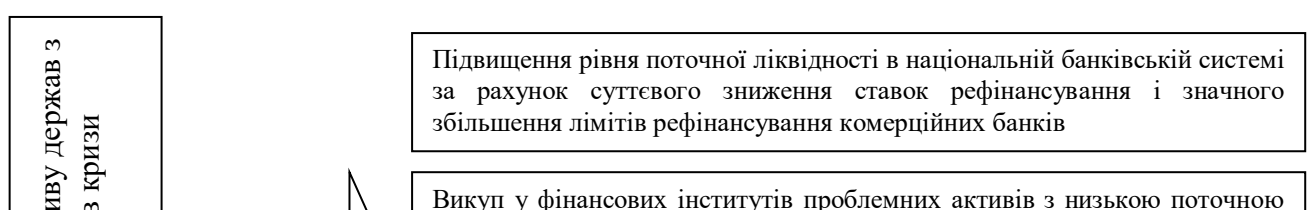


Рис. 3.2. Основні напрями монетарного впливу держав з метою пом'якшення наслідків кризи [45]

Отже, на основі зарубіжного та вітчизняного досвіду для подолання фінансової кризи та забезпечення стабільного економічного розвитку, необхідно збалансовано використовувати як традиційні, так і нетрадиційні заходи реалізації грошово-кредитної політики, які зображені на рис. 3.3.

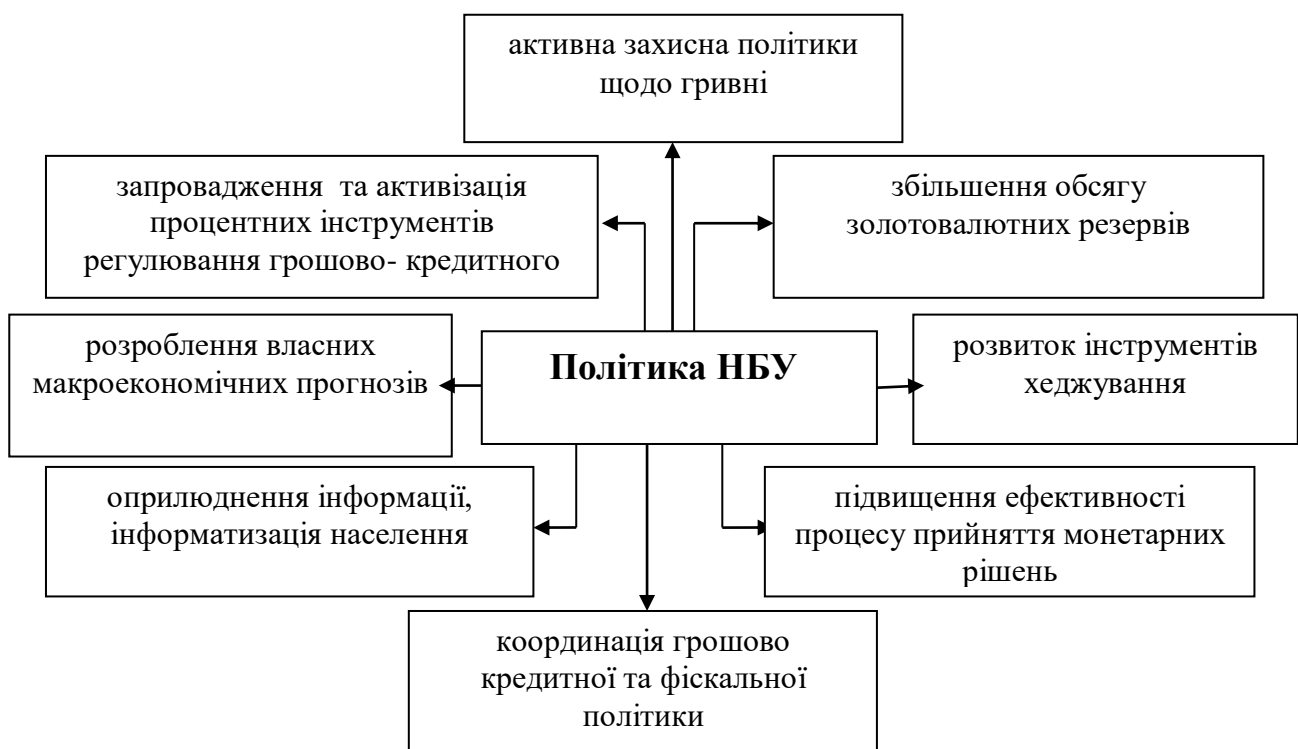


Рис. 3.3. Сфери покращення грошово-кредитного регулювання Національного банку [38]

На нашу думку, саме проведення вище перерахованих заходів забезпечить зростання дієвості грошово-кредитної політики, що в кінцевому підсумку матиме ефективний вплив на економічні процеси в країні. Так, на сьогоднішній день особливо важливою є проінформованість населення з боку НБУ шляхом оприлюднення інфляційного звіту, проведення прес- конференцій та наукових диспутів, розміщення графіку засідань Комітету з монетарної політики і Правління НБУ та пояснень до аналітичних записок. Це допоможе збільшити рівень довіри населення до регулятора, який на сьогодні є критично низьким.

Відомо, що в Україні проблема довіри до центрального банку є доволі болючою, адже сформувалася вона історично, крізь призму глибоких девальвацій і не завжди раціональних дій регулятора. За даними соціологічного опитування Центру ім. Разумкова від вересня 2016 р., 72% громадян зовсім не довіряють і скоріше не довіряють Національному банку. До того ж, лише 1% опитаних повністю довіряють Гонтаревій, зовсім не довіряють 53,9%, а 4,5% - не знають хто це.

З метою збільшення довіри до грошово - кредитної політики у 2017 році на офіційному сайті НБУ створено розділ «Монетарна політика», який систематизує основну інформацію стосовно цілей, інструментів монетарної політики і містить наступні підрозділи: цілі та завдання монетарної політики; інструменти монетарної політики; комітет з монетарної політики [38]. На нашу думку, цей розділ повинен бути більш простішим для розуміння населення, тобто як найменше використовувати складні економічні терміни та більше пояснювати причини та бажані наслідки від проведення тих чи інших дій.

Населенню потрібно пояснити, що якщо ріст цін спричинений збільшенням сукупного попиту, то центральному банку достатньо проводити жорсткішу

монетарну політику для дотримання проголошеної інфляційної мети. Якщо ріст цін зумовлений екзогенними шоками (зростання світових цін, низький врожай, технологічні зміни, стихійні лиха, тощо), то, на жаль, центральний банк тут безсилий, а проведення жорсткої грошово-кредитної політики принесе більше негативних наслідків, ніж позитивних [38]. Також для зменшення доларизації економіки та збільшення довіри до національної валюти, яка на сьогодні позбавлена однієї з найважливіших функцій-функції накопичення, важливо проводити так звану «захисну політику» національної валюти, що підвищить її престиж та обмежить обіг іноземної валюти.

Так, на офіційному сайті центрального банку Грузії є окремий розділ «Ларизація», який містить детальний опис загроз високої доларизації для економіки Грузії, заходів, що застосовуються Національним банком Грузії з метою зниження ступеня використання іноземної валюти в економіці. Окрім цього, у деяких країнах існують нормативно-правові акти, які регулюють сферу функціонування національної валюти та визначають захисну політику держави щодо неї (у США є Закон «Про національну валюту», у Туреччині – Указ № 32 «Про захист вартості турецької валюти»)[38].

Щодо взаємозгодженості фіскальної та монетарної політики, то тут основними напрямками має бути насамперед подолання дефіциту платіжного балансу, зменшення боргових зобов'язань державного бюджету та залежності від зовнішніх запозичень, забезпечення ефективного перебігу економічних процесів в країні.

Отже, таким чином, аналіз сучасної монетарної політики дозволив дійти висновку про недовірливість заходів НБУ та необхідність їх вдосконалення, зокрема за рахунок розширення арсеналу нетрадиційних методів, які згруповані у додатку П.

3.3. Валютне таргетування як альтернативний режим грошово-кредитної політики Національного банку України

Питання валютного таргетування не є широко досліджуваними як у вітчизняній, так і зарубіжній літературі. Проте окремі його аспекти є досить обговорюваними в наукових колах, зокрема проблеми зростання доларизації економіки та оголошений Україною перехід від політики фіксованого обмінного курсу до плаваючого.

Світовою практикою доведено, що для країн, яких можлива небезпека гіперінфляції (не виключаємо Україну) єдиним способом стабілізувати економіку і зруйнувати стійкість інфляційних процесів є запровадження режиму валютного таргетування.

На нашу думку, у такому випадку валютний курс стає єдиним «стабілізаційним ресурсом», який необхідно використати. Наслідком цього можуть стати значні покращення, зокрема прозорість грошової політики, забезпечена автоматичними діями центрального банку і підвищенням довіри з боку населення, що є надзвичайно позитивним фактором.

Для того, щоб зрозуміти можливості застосування НБУ на сучасному етапі саме цього режиму, необхідно розглянути основні його параметри, які зображені на рис. 3.4.



Рис. 3.4. Ключові параметри валютного таргетування [46]

Отже, якщо детально розглянути основні характеристики таргетування валютного курсу, то можемо припустити його ефективну реалізацію для України, яка має відповідний тип економіки і необхідні умови запровадження (деякі потрібно вдосконалити).

Як показує європейська практика, таргетування валютного курсу має декілька різновидів. Одна із форм в рамках простої класифікації цього напрямку грошово-кредитної політики – це режим жорсткої фіксації курсу національної валюти до валюти (валют) країни (країн). Його основною перевагою є те, що через значну волатильність обмінного курсу і самостійність регулятора на ринку може бути зменшена інтенсивність руху короткострокового спекулятивного капіталу.

При цьому надлишкова жорсткість режиму курсоутворення, яка підпорядковує монетарну та макроекономічну політику, певною мірою пом'якшується. Центральний банк набуває операційну свободу при використанні монетарних інструментів, а грошово-кредитна політика перебуває в гнучкому стані.

У практиці монетарного регулювання часто застосовується третя форма режиму – «плаваюча» фіксація, при якій курс визначається переважно ринком. У такому випадку Центральний банк запобігає надлишковому укріпленню національної валюти і відповідно підтримує конкурентоспроможність національних товаровиробників, що впливає на гнучкість грошово - кредитної політики стосовно зовнішніх шоків.

За таких обставин, в контексті окресленої наукової проблематики за необхідне видається виокремлення особливостей застосування валютного таргетування як режиму монетарної політики та виявлення його системного впливу на основні параметри економічного розвитку країни (Додаток С).

Отож, до причин необхідності запровадження валютного таргетування в Україні ми можемо віднести й те, що даний режим характеризується відсутністю невизначеності для економічних агентів на відміну від ситуації, пов'язаної із застосуванням режиму плаваючого курсу, а також можливістю імпортувати низьку інфляцію. До того ж, важливо враховувати, що історія України засвідчує, що інфляція - це продовження девальвації гривні. Адже, згадаймо, 2008-2009 роки, коли гривня обвалилася, і як наслідок - 2009-2010 роки - значне зростання інфляції. Згодом у 2014-2015 році обвал гривні, і знову рекордне зростання інфляції. Але як тільки з другої половини 2015 року курс гривні стабілізувався, вже у 2016 році спостерігаємо ефект зниження інфляції

Позитивними рисами валютного таргетування можна назвати зрозумілість номінального якоря, а відтак високу інформативність для суспільства, позаяк валютний курс є таким «номінальним якорем», за яким легко спостерігати. Це не таємниця, що більша частина українців навіть не знають, що таке індекс інфляції і не стежать за його значенням. Для населення більш зрозумілі ціни в магазинах і

курс обміну долар/гривня. А курс інфляції - це, швидше, показник для спеціалістів, економістів та банкірів. Доказом цього є результати соціологічних опитувань Центру Разумкова (грудень 2016 року). Під час дослідження експерти намагалися визначити, наскільки термін «інфляційне таргетування» є зрозумілим для простого громадянина. Як свідчать результати опитування, лише 3% респондентів відповіли, що вони цілком розуміють, що він означає, 18% дали відповідь, що вони «приблизно розуміють», а 79% – що зовсім не розуміють, про що йдеться.

Крім того, українці і бізнес завжди з недовірою ставилися до офіційного індексу інфляції, а особливо останнім часом, коли Держстат України явно "вимальовує" показник інфляції під потрібну цифру. Бізнесу, а тим більше українцям, складно зрозуміти, як при зростанні цін на електроенергію і газ у десять разів в Україні спостерігається дефляція, тому що знизилися сезонні ціни на капусту або картоплю. Для того, щоб бізнес і населення дійсно довіряли інфляції, потрібно щоб її рахували більш-менш точно. А ось цього в Україні не виходить.

Його недоліки є продовженням переваг, адже якщо фіксований курс не користується довірою, то він може піддаватися спекулятивній атаці, а в світі глобальних фінансів, де швидкість потоків капіталу багаторазово посилюється, центральний банк може відчувати серйозні труднощі при спробі захисту від подібних атак. Відтак, слабкими місцями даного режиму є серйозна залежність монетарної політики від зовнішньоекономічних факторів, можливість притоку короткострокового спекулятивного капіталу, ризики дестабілізації фінансової системи унаслідок світових валютних криз.

На нашу думку, Україна повинна зробити перехід від підсистеми, що була сформована для обслуговування всього народного господарства СРСР і функціонувала на директивно-планових засадах, до цілісної власної національної системи, яка функціонуватиме на ринкових засадах. Оскільки в Україні не здійснюється остаточна ліквідація однієї економічної системи і побудова в подальшому на її місці іншої, нової, а відбувається лише зміна основ, засад і

переструктурування, то такий процес в економічній теорії дістав назву трансформаційного. Саме тому, враховуючи тип економічної системи країни, для забезпечення макроекономічної стабілізації необхідно застосувати режим валютного таргетування, який на основі проведених нами досліджень, має значні переваги перед інфляційним таргетуванням (Додаток Р).

Варто тут згадати і нещодавнє рішення НБУ щодо скасування індикативного курсу, яке з багатьох причин можна вважати правильним, але невчасним. Адже подальша девальвація національної валюти може завдати економіці лише шкоди. Саме з цієї причини ми вважаємо за необхідність створити необхідний план стабілізації валютного курсу, який можна реалізувати саме за допомогою запровадження режиму валютного таргетування, а конкретніше – встановлення у якості цільових орієнтирів меж плаваючого валютного курсу. Адже не слід забувати про те, що в минулому режим прив'язки обмінного курсу сприяв накопиченню в Україні значних макроекономічних дисбалансів. Не зумовлював їх, а саме сприяв.

Отож, тут знову ж таки постає питання: чи було рішення щодо зміни режиму валютного курсу правильним? Звичайно, що так, тільки не в потрібний час. Адже множинні обмінні курси шкодять, так як вони створюють сприятливі умови для нечесного арбітражу і збагачення тих, хто має доступ одночасно до формального і неформального ринку. Тому у НБУ не було іншого вибору, як ввести єдиний обмінний курс, в іншому випадку чорний ринок продовжував би збільшуватися, створюючи можливості для арбітражу для декількох гравців і, врешті-решт, вийшов би з-під контролю і моніторингу НБУ. Крім того, уніфікація обмінних курсів, можливо, була заздалегідь зумовлена з МВФ, який неодноразово виступав за режим гнучкого обмінного курсу для України [76].

Отож, основними причинами невчасного прийняття такого рішення є наступні:

По-перше, виходячи із існуючої ситуації, можна стверджувати, що обмінний курс гривні зараз визначається не фундаментальними факторами, такими як обсяги експорту та імпорту, а очікуваннями і настроями населення і

бізнесу. А вони з багатьох причин (включаючи воєнні дії на Сході, недовіра НБУ) є категорично негативними.

По-друге, у розпорядженні НБУ недостатньо резервів, щоб заспокоїти можливу паніку на валютному ринку. Їх достатньо тільки для обслуговування зовнішнього боргу та сплати газових рахунків, і то протягом лише короткого періоду (4-6 місяців).

По-третє, щоб утримувати прив'язку, приміром, до долара США, Національний банк України повинен мати значний обсяг міжнародних резервів. А цієї передумови, на жаль, немає. Тому такий режим приречений на провал.

Саме тому, на нашу думку, для підтримки стабільності валютного курсу необхідно забезпечити прив'язку не до долара, а до валютного кошика. Цей спосіб є найбільш м'який і безболісний для української економіки, адже він допоможе згладити несприятливий вплив коливань зовнішніх ринків, а також позбавить залежності від однієї валюти. Проте, щоб такий метод стабілізації валютного курсу був ефективним, необхідно насамперед створити прозору, адекватну вимогам українського ринку схему розрахунку валютного курсу, забезпечити наявність золотовалютних резервів у відповідних валютах і розробити дієву схему таргетування валютного курсу.

Якщо українська економіка не відійде від поточної монетарної політики прив'язки до долара, дорога валюта для України спричинить за собою зниження попиту на вітчизняну продукцію, падіння конкурентоспроможності, а також збільшення торгового дефіциту.

В свою чергу, за результатами аналітичного огляду валютного ринку та загальної грошово-кредитної політики, ми пропонуємо НБУ в контексті режиму валютного таргетування здійснити наступні заходи:

- 1) прив'язати гривню до мультивалютного кошика, що допоможе згладити несприятливий вплив коливань зовнішніх ринків, а також послабить залежність від однієї валюти;

2) з метою уникнення негативних шоків, які можуть призвести до загострення панічних настроїв у банківській системі необхідно встановити п'ятивідсотковий інтервал нижче та вище від бажаного рівня коливань валютного курсу;

3) при визначенні валютного курсу як номінального якоря, який є найбільш зрозумілим, розробити прозору та чітко сформовану комунікаційну та інформаційну політику, що забезпечить підвищення довіри з боку населення.

ВИСНОВКИ ДО РОЗДІЛУ 3

Здійснивши аналіз передумов запровадження, особливостей реалізації та світової практики застосування різних режимів таргетування, а також дослідження наслідків режиму таргетування інфляції на основі оцінки використання НБУ певних монетарних інструментів та їх впливу на ефективність банківської діяльності в Україні, ми прийшли до наступних висновків.

1. Використання інструментів монетарної політики центральними банками країн світу визначається загальним економічним та соціальним розвитком, історичним підґрунтям грошово-кредитної політики, часовим періодом та заданими цілями. Найбільш поширеним інструментом серед іноземних банків є операції з цінними паперами на відкритому ринку. Його, зокрема, використовує НБУ, Федеративна система США, Народний Банк Китаю та Швейцарський банк. За поширеністю застосування на другому місці знаходиться облікова політика, яка спрямована на орієнтацію суб'єктів фінансового ринку щодо можливої зміни вартості капіталу. Для ефективною реалізації грошово-кредитної політики даний інструмент використовує НБУ, Резервний банк Австралії, Народний банк Китаю та Федеративна система США.

2. За останніми дослідженнями МФВ, інфляційне таргетування застосовує 38 країн, монетарне – 24, валютний курс є номінальним якорем у 82 державах. Цікавим є факт, що в порівнянні з 2008 роком, на сьогоднішній день частка країн з інфляційним таргетуванням зменшилася з 22,9% до сьогоднішніх 19,8%.

3. Випадки успішної реалізації режиму таргетування інфляції є одиничними. Так, наприклад, це вдалося Ізраїлю, хоча міжнародні економісти вважають, що за це йому довелося заплатити занадто велику ціну у вигляді надлишкових втрат потенційного випуску. Непоганий досвід впровадження був у Канади, в свою чергу, іншим країнам необхідно було пройти тривалий процес до хоча б наближеного виконання поставлених цілей.

4. Для покращення економічного стану в Україні, варто запозичити зарубіжний досвід щодо використання нетрадиційних інструментів реалізації монетарної політики. Фахівці МВФ визначають нетрадиційні монетарні інструменти як заходи, що реалізуються центральними банками, і які не є традиційними інструментами здійснення монетарної політики. До таких належать: надання ліквідності комерційним банкам на довгостроковий період, широкомасштабний викуп активів та систему заяв про наміри.

5. Для підтримки стабільності валютного курсу необхідно забезпечити прив'язку не до долара, а до валютного кошика. Цей спосіб є найбільш м'який і безболісний для української економіки, адже він допоможе згладити несприятливий вплив коливань зовнішніх ринків, а також позбавить залежності від однієї валюти. Проте, щоб такий метод стабілізації валютного курсу був ефективним, необхідно насамперед створити прозору, адекватну вимогам українського ринку схему розрахунку валютного курсу, забезпечити наявність золотовалютних резервів у відповідних валютах і розробити дієву схему таргетування валютного курсу.

6. В контексті режиму валютного таргетування для забезпечення стабільності банківської системи, розвитку фінансового сектору та економічної рівноваги необхідно прив'язати гривню до мультивалютного кошика, встановити п'ятивідсотковий інтервал нижче та вище від бажаного рівня коливань валютного курсу та розробити прозору та чітко сформовану комунікаційну та інформаційну політику, що забезпечить підвищення довіри з боку населення.

ВИСНОВКИ

Дослідження цільових орієнтирів монетарної політики, зокрема проблеми вибору режимів таргетування та інструментів їх реалізації дозволило зробити ряд висновків науково-теоретичного та прикладного характеру.

1. На основі вивчення різних підходів до тлумачення поняття «грошово-кредитна політика», воно одержало у роботі свій подальший розвиток, що виявилось в уточненні її сутності, принципів реалізації, а також у виділенні ряду особливостей. Монетарну політику визначено як один з основних інструментів грошово-кредитного регулювання, що спрямовується на забезпечення зайнятості та зменшення інфляції, тобто встановлення повної рівноваги на національному ринку.

2. На основі аналізу підходів до поділу інструментів грошово-кредитної політики, виявлено особливості та наслідки їх використання. Лише за умов оперативності, обдуманості та точності дії механізмів ефективною грошово-кредитної політики, основою якої є розвиток фінансових інституцій та розгалуженої інфраструктури у вигляді валютного, фондового та інших секторів фінансового ринку, можна забезпечити економічне зростання та фінансову стабільність.

3. Встановлено, що режим монетарної політики представляє собою сукупність правил і процедур проведення центральним банком монетарної політики. В світовій практиці прийнято виділяти три основні режими грошово-кредитної політики, кожен з яких має свій номінальний якір, необхідні передумови запровадження та відповідні механізми реалізації.

4. В роботі виділено та проаналізовано чотири основні етапи становлення грошово-кредитної політики України, що свідчить про складний процес формування сучасного фінансового ринку та утворення певної методології грошово-кредитних відносин, яка розвивається й сьогодні. До основних проблем, з якими зіштовхувався Національний банк можна віднести: високий рівень доларизації економіки, неплатоспроможність банків та їх ліквідація,

важкопрогнозовані та нестійкі інфляційні процеси, нестабільність національної грошової одиниці, недовіра до банківської системи.

5. На основі аналізу якісних і кількісних показників розвитку банківської системи України та змін в її функціонуванні внаслідок запровадження інфляційного таргетування, виявлено високий рівень доларизації та тіньової економіки, неефективність та несвоєчасність дій з боку НБУ. Це обумовлено рядом об'єктивних і суб'єктивних причин, викликаних як економічно - фінансовою нестабільністю в Україні, так і діяльністю НБУ та недовірою до нього, а також прогалинами в законодавчій базі.

6. Досліджено результати запровадження інфляційного таргетування в Україні, які свідчать про несвоєчасність та відсутність необхідних передумов для його реалізації. Так, за підсумком 2016 року доходи банків України, у порівнянні з аналогічним періодом минулого року, знизилися на 4,3% і становили 190,69 млрд. грн., в той час як витрати зросли на 31,7% – до 350,08 млрд. грн. Фінансовий результат діяльності БСУ за підсумком 2016 року був від'ємним та склав (-)159,39 млрд. грн. ((-)66,60 млрд. грн. за 2015 р.). В свою чергу, відбулося лише незначне збільшення чистих активів, адже станом на 01.01.2017 р. їх обсяг становив 1,256 млрд. грн. проти 1,254 млрд. грн. на початок року.

7. Проведене дослідження зарубіжного досвіду реалізації монетарної політики, що визначається загальним економічним та соціальним розвитком, історичним підґрунтям грошово-кредитної політики, часовим періодом та заданими цілями. До того ж, виявлено, що найбільш поширеним інструментом грошово-кредитного регулювання є операції на відритому ринку та регулювання облікової ставки.

8. Обґрунтовано необхідність запозичення НБУ зарубіжного досвіду щодо використання нетрадиційних інструментів, зокрема надання ліквідності комерційним банкам на довгостроковий період, широкомасштабний викуп активів та систему заяв про наміри.

9. Отримані в роботі результати дозволяють внести пропозиції щодо запровадження валютного таргетування як альтернативного режиму грошово-

кредитної політики НБУ. В контексті режиму валютного таргетування для забезпечення стабільності банківської системи, розвитку фінансового сектору та економічної рівноваги необхідно прив'язати гривню до мультивалютного кошика, встановити п'ятивідсотковий інтервал нижче та вище від бажаного рівня коливань валютного курсу та розробити прозору та чітко сформовану комунікаційну та інформаційну політику, що забезпечить підвищення довіри з боку населення.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Адамик Б. П. Центральний банк і грошово-кредитна політика [Текст]: підручник / Б. П. Адамик. – [2-ге видання, доп. і переробл.]. – К.: Кондор, 2011. – 416 с.
2. Адамик Б. П. Національний банк і грошово-кредитна політика [Текст]: навчальний посібник / Б. П. Адамик. – Т.: Карт-бланш, 2002. – 278 с.
3. Андрущак Є. М. Зарубіжний досвід запровадження режиму інфляційного таргетування [Текст] / Є. М. Андрущак, В. С. Хар // Формування ринкової економіки в Україні: зб. наук. праць. – Львів : ЛНУ ім. І. Франка, 2011. – № 23. – С. 26.
4. Аналітичний огляд банківської системи України за результатами 2016 року [Електронний ресурс]. - Режим доступу: http://rurik.com.ua/documents/research/bank_system_4_kv_2016.pdf.
5. Аналітичний огляд валютного ринку України за підсумками 1 півріччя 2015 року / Українське рейтингове агенство «Рюрик» [Електронний ресурс].-Режим доступу:[file:///C:/Users/%D0%A5%D0%A5%D0%A5/Downloads/Currency_2_2015%20\(2\).pdf](file:///C:/Users/%D0%A5%D0%A5%D0%A5/Downloads/Currency_2_2015%20(2).pdf).
6. Аналіз державного боргу України в сучасних умовах [Електронний ресурс].- Режим доступу:<http://global-national.in.ua/archive/10-2016/166.pdf>.
7. Банківська система України : становлення і розвиток в умовах глобалізації економічних процесів : монографія / О. В. Дзюблюк, Б. П. Адамик, Г. Р. Балянт [та ін.] ; за ред. О. В. Дзюблюка. – Тернопіль : Астон, 2012. – 358 с.
8. Барановський О. І. Фінансова безпека [Текст]: монографія / О. І. Барановський. – К.: Фенікс, Інститут економічного прогнозування, 1999. – 338 с.
9. Барановський О. І. Фінансова безпека в Україні (методологія оцінки та механізми забезпечення) [Текст]: монографія / О. І. Барановський. – К.: Нац. торгово-економічний ун-т, 2004. – 759 с.

10. Базилевич В. Макроекономіка [Текст]: підручник / В. Базилевич, К. Базилевич, Л. Баластрик. – К.: Знання, 2008. – С. 554.
11. Борщ Л. М. Грошово-кредитна політика та її вплив на інвестиційний процес [Текст] / Л. М. Борщ // Фінанси України. – 2003. – № 12. – С. 16-24.
12. Бойко Я. М. ВВП України: рівень та тенденції динаміки [Текст]/ Я. М. Бойко, Н. М. Гапак // Науковий вісник Міжнародного гуманітарного університету. – С.70.
13. Волкова Н. И. Управление банковской деятельностью [Текст]: учебно-практическое пособие / Н. И. Волкова, Р. А. Герасименко, Т. А. Чашко ; под общ. ред. П. В. Егорова. – Донецк: Юго-Восток, Лтд, 2003. – 338 с.
14. Вишневська В. С. Економічний механізм інфляційного таргетування в Україні: дис. канд. екон. наук.: 08.00.08 [Текст] / В. С. Вишневська ; М-во освіти і науки України, ЛНУ ім. І. Франка. – Львів, 2016. – 239 с.
15. Грошово-кредитне регулювання у механізмі забезпечення макроекономічної стабілізації і ефективності функціонування банківської системи України: монографія / За ред. д.е.н., проф. О.В. Дзюблюка. – Тернопіль: ТНЕУ, 2014. – 530 с.
16. Голиченко О. Г. Денежная теория: основные идеи, проблемы и тенденции развития [Текст] / О. Г. Голиченко // Экономическая наука современной России. - 2003. - № 3. – С. 5-22.
17. Гудзовата О. О. Світовий досвід застосування монетарного інструментарію для впровадження ефективної державної політики функціонування грошово-кредитної системи. [Текст] / О. О. Гудзовата // Гроші, фінанси і кредит. - 2016.- № 2.- С. 269.
18. Губарева І. О. Причинно-наслідкові зв'язки інструментів монетарної політики та показників сталого розвитку економіки країни (на прикладі облікової ставки НБУ) [Текст] / І. О. Губарева, Є. М. Огородня // Бізнес Інформ. - 2013. - № 9.- С. 73-264.

19. Дзюблюк О. В. Організація грошово-кредитних відносин суспільства в умовах ринкового реформування економіки [Текст] / О. В. Дзюблюк. – К.: Поліграфкнига, 2000. – 512 с.

20. Дзюблюк О. В. Стратегічні орієнтири монетарної політики в умовах фінансової глобалізації [Текст] / О. В. Дзюблюк // Банківська справа. – 2015. – № 3. – С.8-9.

21. Дзюблюк О. В. Грошово-кредитний механізм регулятивного впливу Національного банку України на динаміку економічного розвитку [Текст] / О. В. Дзюблюк // Журнал європейської економіки. – 2007. – № 3. – с. 295.

22. Дзюблюк, О.В. Банківська криза в Україні та перспективи відновлення ефективного функціонування вітчизняної банківської системи / 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.55-59.

23. Дзюблюк, О. В. Оптимізація передавального механізму грошово-кредитної політики центрального банку / О.В. Дзюблюк // Вісник Національного банку України. – 2003. – №1. – с.32-37.

24. Дзюблюк, О. В. Управління ліквідністю банківської системи України : монографія / О. В. Дзюблюк, В. Я. Рудан. - Тернопіль : Вектор, 2016. - 290 с.

25. Дзюблюк, О. Оптимізація грошово-кредитної політики в контексті управління ліквідністю банківської системи України / О. Дзюблюк, В. Рудан // Банківська справа. - 2015. - № 4-5. - С. 3-20.

26. Загальні тенденції тіньової економіки в Україні у першому кварталі 2017 року [Електронний ресурс]. - Режим доступу: <file:///C:/Users/XXX/Downloads/Тенденції%20тіньової%20економіки%20I%20кв%202017.pdf>.

27. Закон України «Про бюджет України на 2018р.- Офіційний текст. - Режим доступу: http://w1.c1.rada.gov.ua/pls/zweb2/webproc4_1?pf3511=62551.

28. Запаранюк Т. Теоретичні засади визначення сутності грошово-кредитної політики у системі монетарного регулювання економіки [Текст] / Т. Запаранюк // Вісник Тернопільського національного економічного університету. – 2013. – № 12. – С. 41.

29. Інфляційний звіт НБУ квітень 2016 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id.

30. Інформація про надані НБУ банкам кредити на строк більше 30 календарних днів [Електронний ресурс]. – Режим доступу : https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=14549388&cat_id=14043087.

31. Індeksi споживчих цін в Україні та окремих країнах світу у вересні 2017 року [Електронний ресурс]. - Режим доступу:<http://edclub.com.ua/analityka/indeksy-spozhyvchyh-cin-v-ukrayini-ta-okremykh-krayinah-svitu-u-veresni-2017-roku>.

32. Карманов В. Є. Грошово-кредитна політика Національного банку України [Текст] / В. Є. Карманов // Проблеми формування і розвитку фінансово-кредитної системи України. – С. 116 - 119.

33. Косова Т. Д. Центральний банк і грошово-кредитна політика [Текст]: навч. посіб./ Т. Д. Косова, О. О. Папаїка – К.: Центр учбової літератури, 2011. – 328 с.

34. Конституційний Договір між Верховною Радою України та Президентом України про основні засади організації та функціонування державної влади і місцевого самоврядування в Україні на період до прийняття нової Конституції України [Електронний ресурс]: Конституційний договір від 08.06.1995 № 1к/ 95-ВР. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/1%D0%BA/95-%D0%B2%D1%80>.

35. Конституція України : Конституція, Закон України від 28.06.1996 № 254к/96-ВР. - Офіційний текст. – Режим доступу: <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80>.

36. Конопатська Л. В. Світовий досвід реалізації монетарної політики центрального банку [Текст] / Л. В. Конопатська, М. П. Гойванюк // Фінанси, облік і аудит : зб. наук. пр. / М-во освіти і науки України, ДВНЗ «Київ.

нац. екон. ун-т ім. Вадима Гетьмана» ; редкол.: В. М. Федосов (голов. ред.) [та ін.]. – Київ : КНЕУ, 2016. – № 2. – С.48–63.

37. Коваленко В. В. Операції рефінансування у забезпеченні ліквідності банків України [Текст] / В. В Коваленко, Д. Ю. Ткаченко // Східна Європа, Бізнес та управління. - 2017.- № 3.- С. 276.

38. Кудрицька Ж. В. Основні шляхи підвищення дієвості механізму інфляційного регулювання в Україні [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.economyandsociety.in.ua/journal/9_ukr/210.pdf.

39. Козюк В. В. Центральний банк та грошово-кредитна політика [Текст]/ В. В. Козюк. – Тернопіль: Джура, 1999. – 260 с.

40. Калетнік Г. М. Державне регулювання економіки [Текст] : навч. посібник / Г. М. Калетнік, А. Г. Мазур, О. Г. Кубай - К. : «Хай-Тек Пресс», 2011. – С.112.

41. Лисенко Р. Сучасні стратегії грошово-кредитної політики [Електронний ресурс] / Р. Лисенко // Україна фінансова: інформаційно-аналітичний портал Українського агентства фінансового розвитку. - Режим доступу: http://www.ufin.com.ua/analit_mat/gkr/034.htm.

42. Любунь О. С. Національний банк України: основні функції, грошово-кредитна політика, регулювання банківської діяльності [Текст]: навчальний посібник / О. С. Любунь, В. С. Любунь, І. В. Іванець. – К.: Центр навчальної літератури, 2004. – 357 с.

43. Лютий І. О. Грошово-кредитна політика в умовах перехідної економіки [Текст]: монографія / І. О. Лютий. – К.: Атіка, 1999. – 239 с.

44. Малахова О. Л. Валютний ринок України: сучасний стан та проблеми [Текст] / О. Малахова, М. Марусин // Світ фінансів. - 2015. - Вип. 2. - С. 46-60.

45. Малахова О. Л. Дієвість інструментів монетарної політики : вітчизняні реалії та світовий досвід [Текст] / О. Л. Малахова, О. О. Івашук // Молодий вчений .- 2017.- № 10 .- С. 954-957.

46. Марченко О. В. Проблемні аспекти реалізації грошово-кредитної політики України [Текст] / О. В. Марченко//Комунальне господарство міст.-2014.- № 115. – С.67-73.

47. Мороз А. М. Центральний банк та грошово-кредитна політика [Текст]: підручник / А. М. Мороз, М. Ф. Пуховкіна, М. І. Савлук та ін. – К.: КНЕУ, 2005. – 556 с.

48. Малых Е. Б. Влияние валютного курса на международную конкурентоспособность производства и эффективность денежно-кредитной политики России [Текст] / Е.Б. Малых // Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук Специальность: 08.00.14 - Мировая экономика, 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит. - Санкт-Петербург – 2013. – 19 с.

49. Монетарна політика держави: поняття, види та інструменти [Електронний ресурс].- Режим доступу: <http://library.if.ua/book/63/4567.html>.

50. Монетарна політика: проблема цільових орієнтирів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://gazeta.dt.ua/macrolevel/monetarna-politika-problema-cilovih-orientiriv-.html>.

51. Мишкін Фредерік С. Економіка грошей, банківської справи і фінансових ринків [Текст] / Пер. з англ. С. Панчишин, Г. Стеблій, А. Стасишин. – К. Основи, 1998. – 963 с.

52. Мирончик Н. Возможности применения режима монетарного таргетирования в республике Беларусь [Текст] / Н. Мирончик, А.Безбородова // Банкаўскі веснік, студзень, 2015 - № 1. – С. 3-9.

53. Михасюк І. Державне регулювання економіки [Текст]: навчальний посібник / І. Михасюк, А. Мельник та ін. – К.: Атіка, 2000. – 590 с.

54. Мунтян В. І. Економічна безпека України [Текст]: монографія / В. І. Мунтян. – К.: КВІЦ, 1999. – 463 с.

55. Офіційний сайт ЄЦБ [Електронний ресурс].- Режим доступу:<https://www.ecb.europa.eu/home/languagepolicy/html/index.bg.html>.

56. Офіційний сайт Державної служби статистики [Електронний ресурс].- Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

57. Офіційний сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://bank.gov.ua>.

58. Офіційний сайт Банку Англії [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bankofengland.co.uk/Pages/home.aspx>.

59. Офіційний сайт Міністерства економічного розвитку і торгівлі [Електронний ресурс].- Режим доступу: <http://www.me.gov.ua>.

60. Основні засади грошово-кредитної політики на 2002 рік [Електронний ресурс]: рішення Ради Національного банку України від 14 вересня 2001 р. № 24. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=36092>.

61. Основні засади грошово-кредитної політики на 2003 рік [Електронний ресурс]: рішення Ради Національного банку України від 10 вересня 2002 р. № 13. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=36091>.

62. Основні засади грошово-кредитної політики на 2004 рік [Електронний ресурс]: рішення Ради Національного банку України від 17 вересня 2003 р. №21. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=36090>.

63. Основні засади грошово-кредитної політики на 2005 рік [Електронний ресурс]: рішення Ради Національного банку України від 10 вересня 2004 р. № 17. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=36089>.

64. Основні засади грошово-кредитної політики на 2006 рік [Електронний ресурс]: рішення Ради Національного банку України від 09 вересня 2005 р. № 17. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=39343>.

65. Основні засади грошово-кредитної політики на 2007 рік [Електронний ресурс]: рішення Ради Національного банку України від 28 листопада 2007 р. № 18. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=44375>.

66. Основні засади грошово-кредитної політики на 2008 рік [Електронний ресурс]: рішення Ради Національного банку України від 28 листопада 2007 р. № 18, зі змінами від 04 липня 2008 р. № 13, від 15 вересня 2008 р. № 17, від 07 жовтня 2008 р. № 18, 27 жовтня 2008 р. № 21. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=50273>.

67. Основні засади грошово-кредитної політики на 2009 рік [Електронний ресурс]: рішення Ради НБУ від 15 вересня 2008 р. № 14, зі змінами від 10 лютого 2009 р. № 1. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=52802>.

68. Основні засади грошово-кредитної політики на 2010 рік [Електронний ресурс]: рішення Ради Національного банку України від 10 вересня 2009 р. № 10. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=64992>.

69. Основні засади грошово-кредитної політики на 2012 рік [Електронний ресурс]: рішення Ради Національного банку України від 26 квітня 2012 р. № 17. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=114668>.

70. Основні засади грошово-кредитної політики на 2013 рік [Електронний ресурс]: рішення Ради Національного банку України від 05 вересня 2012 р. № 16. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=127394>.

71. Основні засади грошово-кредитної політики на 2014 рік [Електронний ресурс]: рішення Ради Національного банку України від 24 квітня 2014 р. № 8. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=7466694>.

72. Основні засади грошово-кредитної політики на 2015 рік [Електронний ресурс]: рішення Ради Національного банку України від 11 вересня 2014 р. № 28. – Режим доступу: <http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=10465306>.

73. Основні засади грошово-кредитної політики на 2016 - 2020 роки / Постанова від 18.08.2015 року № 54.- Офіційний текст. - Режим доступу до постанови: <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/v0541500-15>.

74. Основні засади грошово-кредитної політики на 2017 рік та середньострокову перспективу [Електронний ресурс]: рішення Ради Національного банку України від 21 грудня 2016 року. – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=41556547>.

75. Основні засади грошово-кредитної політики на 2018 рік та середньострокову перспективу [Електронний ресурс] : рішення Ради Національного банку України від 12 вересня 2017 року – Режим доступу: <https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=55564681>.

76. Оценка изменения валютной политики НБУ [Електронний ресурс].- Режим доступу: http://blogs.lb.ua/voxukraineboard/296011_otsenka_izmeneniya_valyutnoy_politiki.html.

77. Основні показники банківської системи [Електронний ресурс].– Режимдоступу:https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=34661442&cat_id=34798593.

78. Основні показники ринку праці [Електронний ресурс] / Державна служба статистики України. – Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua>.

79. Оришечко-Бартоха Т. А. Вибір валютного режиму в контексті валютно-курсової політики НБУ [Текст] / Т. А. Оришечко-Бартоха // Фінансовий простір.- 2013. – № 2.10.- С.26-33.

80. Орлюк О. П. Фінансове право [Текст]: навчальний посібник / О. П. Орлюк. – К.: Юрінком Інтер, 2003. – 527 с.

81. Прушківська Е. В. Таргетування як аспект монетарної політики в умовах глобалізації [Текст] / Е. В. Прушківська, А. Б. Владикіна // Держава та регіони, Економіка та підприємництво. – 2010. – № 3. – С.141-146.

82. Перепьолкіна О. О. Збірник науково-технічних праць [Текст]/ О. О. Перепьолкіна // Науковий вісник Національного лісотехнічного університету України. – 2005. - № 15.4 - С. 279.

83. Перконос І. Ю. Переваги та використання норми обов'язкового резервування як інструменту грошово-кредитної політики [Текст] / І. Ю. Перконос, А. М. Костина // Формування ринкових відносин в Україні. - 2016. - №1 (176). - С. 47.

84. Примостка О. О. Сучасні режими монетарної політики [Текст] / О. О. Примостка // Науковий вісник Херсонського державного університету.-2016.- № 17. - С. 129 .

85. Про Національний банк України : закон України : прийнятий 20.05.1999 р. № 679-XIV / Верховна Рада України. – Офіційний текст. - Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/2121-14>.

86. Про зміну порядку формування та зберігання обов'язкових резервів : Постанова Правління НБУ № 820 від 18.12.2014.- Офіційний текст .- Режим доступу до постанови: <http://zakon3.rada.gov.ua/laws/show/v0820500-14>.

87. Про систему гарантування вкладів фізичних осіб : закон України : прийнятий 23.02.2012 р. № 4452-VI / Верховна Рада України . – Офіційний текст. - Режим доступу : <http://zakon2.rada.gov.ua/laws/show/4452-17/page7>.

88. Про основи процентної політики Національного банку України: положення, затверджене Постановою Правління НБУ від 21 квітня 2016 № 277. – Офіційний текст. - Режим доступу до постанови : <http://www.document.ua/pro-zatverdzhennja-polozhennja-pro-osnovi-procentnoyi-politi-doc267245.html>.

89. Про банки і банківську діяльність : закон України : прийнятий 07.12.2000 р. № 2121-III / Верховна Рада України. – Офіційний текст .- Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/2121-14>.

90. Радіонова І. Ф. Макроекономіка-2 [Текст]: навч. посіб. / І. Ф. Радіонова, Т. В. Бурлай, Є. В. Алімпієв ; ДВНЗ Київ. нац. екон. ун-т ім. В. Гетьмана. – К. : КНЕУ, 2009. – 423 с.

91. Рудько-Силиванов В. В. Организация деятельности центрального банка [Текст]: учебное пособие / В. В. Рудько-Силиванов, Н. В. Кучина, М. А. Жевлакова. – М.: КНОРУС, 2014. – 200 с.

92. Річний звіт НБУ за 2007 рік [Електронний ресурс]. - Режим доступу:<https://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=52855>.

93. Результати проведення операцій національного банку України з регулювання ліквідності банків [Електронний ресурс]. – Режим доступу: https://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=27843415&cat_id=44578#1.

94. Сліпченко Т. О. Теоретичний аналіз монетарних режимів та критерії його вибору для України [Текст] / Т. О. Сліпченко // Науковий вісник НЛТУ України. – Львів : РВВ НЛТУ України, 2010. – № 20.10. – С. 232-238.

95. Стельмах В. С. Монетарна політика Національного банку України: сучасний стан та перспективи змін [Текст] / В. С. Стельмах. – К.: Центр наукових досліджень Національного банку України, УБС НБУ, 2009. – 404 с.

96. Сомик А. В. Підходи та проблеми оцінки ефективності грошово-кредитної політики НБУ [Електронний ресурс] / А. В. Сомик // Ефективна економіка. - Режим доступу: <http://www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=3697>.

97. Сучасні стратегії грошово-кредитної політики [Електронний ресурс].- Режим доступу: http://www.ufin.com.ua/analit_mat/gkr/034.htm.

98. Теорія і практика грошового обігу та банківської справи в умовах глобальної фінансової нестабільності : монографія / О. В. Дзюблюк, М. Д. Алексеєнко, В. В. Корнєєв [та ін.] ; за ред. О. В. Дзюблюка. - Тернопіль : Осадца Ю. В., 2017. - 298 с.

99. Шаров О. Таргетування інфляції: світовий досвід та українські перспективи [Текст] / О. Шаров // Вісник НБУ. – 2003. – № 7. – С.15-19.

100. Шнайдер Ф. Рост теневой экономики во всём мире [Електронний ресурс] / Ф. Шнайдер, Д. Энсте // Экономическая теория преступлений и наказаний. – № 2. — Режим доступу: <http://corruption.rsuh.ru/magazine/2/n2-18.shtml#1>.

101. Юхименко П. І. Монетаризм: теорія і практика [Текст] : монографія / П. І. Юхименко. – К.: Кондор, 2006. – 312 с.

102. Bofinger. P. Monetary Polysi, Goals, Instutions, Strategies, and Instruments. –New York: Oxford University Press, 2001.- 454 p.

103. Establishing initial conditions in support of inflation targeting [Електронний ресурс] / A. Carare, A. Schaechter, M. Stone, M. Zelmer. – IMF Working Paper. – 2002. – № 02/102. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02102.pdf>.

104. Freedman C. Country experiences with the Introduction and implementation of inflation Targeting [Електронний ресурс] / C. Freedman, I. Otker-Robe. – International Monetary Fund. – 2009. – Режим доступу : <http://core.ac.uk/download/pdf/6605043.pdf>.

105. IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2016. P. 6–7.

106. IMF, «Global Financial Stability Report: Old Risks, New Challenges», 2013a.