

МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ
ЛЬВІВСЬКИЙ НАЦІОНАЛЬНИЙ УНІВЕРСИТЕТ ІМЕНІ ІВАНА ФРАНКА

На правах рукопису

ВИШНЕВСЬКА ВАСИЛИНА СТЕПАНІВНА

УДК 338. 23: 336. 74 (477)

**ЕКОНОМІЧНИЙ МЕХАНІЗМ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ В
УКРАЇНІ**

Спеціальність: 08.00.08 – гроші, фінанси і кредит

Дисертація на здобуття наукового ступеня
кандидата економічних наук

Науковий керівник
кандидат економічних наук, доцент
АНДРУЩАК ЄВГЕНІЯ МИХАЙЛІВНА

ЛЬВІВ – 2016

ЗМІСТ

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ.....	3
ВСТУП.....	4
РОЗДІЛ 1. ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФУНКЦІОНУВАННЯ МЕХАНІЗМУ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ.....	13
1.1. Суть, види та економічний механізм інфляційного таргетування.....	13
1.2. Макроекономічне середовище функціонування режиму інфляційного таргетування.....	31
1.3. Реалізація грошово-кредитної політики в умовах таргетування інфляції.....	43
Висновки до розділу 1.....	58
РОЗДІЛ 2. АНАЛІЗ ПРОЦЕСІВ ЗАПРОВАДЖЕННЯ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ В УКРАЇНІ.....	61
2.1. Особливості переходу України до монетарного режиму, що базується на цінній стабільності.....	61
2.2. Основні принципи та результати реалізації інфляційного таргетування в Україні.....	80
2.3. Зарубіжний досвід застосування механізму інфляційного таргетування та його адаптація до умов України	109
Висновки до розділу 2.....	137
РОЗДІЛ 3. НАПРЯМИ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ МЕХАНІЗМУ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ В УКРАЇНІ	140
3.1. Методика визначення оптимального цільового показника інфляції для України	140
3.2. Удосконалення нормативно-правового забезпечення інфляційного таргетування в Україні	155
3.3. Основні шляхи підвищення дієвості механізму інфляційного таргетування в Україні.....	165
Висновки до розділу 3.....	177
ВИСНОВКИ.....	179
СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ	183
ДОДАТКИ.....	202

ПЕРЕЛІК УМОВНИХ ПОЗНАЧЕНЬ

- | | | |
|-----|---------|--|
| 1. | БІ | Базова інфляція |
| 2. | ГКП | Грошово-кредитна політика |
| 3. | МВФ | Міжнародний валютний фонд |
| 4. | ІСЦ | Індекс споживчих цін |
| 5. | ІТ | Інфляційне таргетування |
| 6. | НБУ | Національний банк України |
| 7. | НЦБ | Незалежність центрального банку |
| 8. | ОВР | Операції на відкритому ринку |
| 9. | ТМ | Трансмісійний механізм |
| 10. | ФРС США | Федеральна резервна система Сполучених Штатів
Америки |
| 11. | ЦБ | Центральний банк |
| 12. | ЄЦБ | Європейський центральний банк |

ВСТУП

Актуальність теми. Упродовж останніх двадцяти п'яти років у світі відбувається трансформація грошово-кредитної сфери, що супроводжується зміною основних цілей центральних банків (ЦБ). Пріоритетною стала проблема розроблення монетарного режиму, здатного, за наявності прозорого і зрозумілого визначення мети, забезпечити досягнення першочергових завдань грошово-кредитної політики (ГКП).

Еволюція цілей центральних банків зумовлена посиленням глобалізаційних процесів, підвищенням мобільності капіталу та інтеграцією національного фінансового ринку в єдиний світовий фінансовий простір. В умовах зростання відкритості та взаємозалежності економік, лібералізації капітальних потоків, проблема зростання цін перейшла до першочергових завдань центрального банку. Саме глобалізаційні процеси зумовили необхідність встановлення цінової стабільності як основної цілі грошово-кредитної політики. Такий монетарний режим отримав назву «інфляційне таргетування» (ІТ).

Проблемам запровадження та реалізації інфляційного таргетування присвячені праці відомих зарубіжних учених: Б. Бернанке, А. Батіні, В. Грілі, Дж. Епштейна, А. Караре, М. Камгофа, Л. Меєра, Ф. Мишкіна, Т. Петурсона, С. Фішера, Б. Фрідмана та ін. В останнє десятиліття низка вчених зарубіжних країн, а саме: К. Кутнер, Ф. Мишкін, С. Роджер, Л. Свенсон підвищену увагу приділяли розробці концепції інфляційного таргетування в країнах, що розвиваються. Вагомий внесок у дослідження механізму ІТ зробили вітчизняні науковці, а саме: Б. Адамик, С. Аржевітін, О. Береславська, О. Ватаманюк, А. Гальчинський, В. Геєць, А. Гриценко, О. Дзюблюк, Т. Кричевська, М. Крупка, С. Лобозинська, В. Міщенко, С. Міщенко, С. Науменкова, С. Ніколайчук, О. Петрик, В. Приймак, В. Стельмах, О. Щербакова та ін.

Незважаючи на широке висвітлення у науковій літературі теоретичних основ інфляційного таргетування, його принципів, переваг і недоліків, порівнянно з іншими режимами грошово-кредитної політики, існує потреба систематизації та

узагальнення теоретико-методичних аспектів інфляційного таргетування, визначення максимально ефективного середовища його реалізації, детального аналізу економічного механізму ІТ в країнах, що його застосовують. Актуальність дисертаційної роботи зумовлена потребою удосконалення інструментів і процедур реалізації грошово-кредитної політики України, а також приведення їх у відповідність з нормами зарубіжної практики таргетування інфляції.

Своєчасність дослідження також обумовлена планами Національного банку України (НБУ) перейти у найближчій перспективі до повноцінного інфляційного таргетування. В «Основних засадах грошово-кредитної політики на 2015 рік» зазначається, що стратегічною метою НБУ є досягнення та підтримання у середньостроковій перспективі низьких стабільних темпів інфляції (5% на рік із допустимим відхиленням: $\pm 1\%$) і, поступовий перехід до ІТ.

Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами. Дисертаційна робота – складова частина науково-дослідної роботи кафедри фінансів, грошового обігу і кредиту Львівського національного університету імені Івана Франка за напрямом: «Фінансові стратегії розвитку економіки України» (реєстраційний номер – 0112U004029), у межах якої здійснено теоретичне обґрунтування економічного механізму інфляційного таргетування та розроблено практичні рекомендації щодо забезпечення його ефективного функціонування в Україні.

Усе, наведене вище, зумовило актуальність обраної теми дисертаційної роботи, її мету, завдання та структуру.

Метою дисертаційної роботи є обґрунтування теоретико-методичних аспектів інфляційного таргетування, узагальнення та систематизація принципів його реалізації, розроблення рекомендацій щодо підвищення ефективності функціонування монетарного режиму, що базується на цінній стабільності в Україні.

Досягнення мети дисертаційної роботи зумовило необхідність вирішення таких завдань:

- узагальнити наукові підходи до тлумачення змісту, характеристик, переваг та недоліків ІТ, запропонувати авторське визначення поняття «економічний механізм інфляційного таргетування» та розкрити його структуру;
- дослідити середовище, необхідне для ефективної реалізації інфляційного таргетування, систематизувати умови його формування;
- розглянути операційний механізм грошово-кредитної політики центральних банків, які запровадили ІТ, виявити найважливіші аспекти реалізації інфляційного таргетування;
- з'ясувати особливості переходу України до нового монетарного режиму, виділити основні етапи запровадження інфляційного таргетування, визначити результати реалізації монетарного режиму, що базується на цінній стабільності, за період 2011 – 1 квартал 2015 рр.;
- розкрити специфіку економічного механізму інфляційного таргетування в розвинутих країнах, і в країнах, що розвиваються;
- визначити оптимальний для України, у середньостроковій перспективі, рівень інфляції, використовуючи методи математично-статистичного аналізу, а також з'ясувати вплив низки економічних показників на індекс споживчих цін (ІСЦ) шляхом використання економетричного моделювання;
- проаналізувати нормативно-правову базу реалізації вітчизняної грошово-кредитної політики у контексті переходу до нового монетарного режиму та обґрунтувати перспективи її удосконалення;
- запропонувати напрями підвищення ефективності інструментарію інфляційного таргетування в Україні.

Об'єктом дослідження є монетарний режим інфляційного таргетування.

Предметом дослідження є теоретико-методичні й прикладні основи функціонування економічного механізму інфляційного таргетування.

Методи дослідження. У дисертаційній роботі використано низку загальноприйнятих методів науково-теоретичного та емпіричного дослідження, застосування яких дало змогу досягти поставленої мети. До них належать: методи наукової дедукції та індукції, порівняння та систематизації, синтезу, узагальнення,

історичний метод наукового пізнання – при вивченні економічної сутності й основних характеристик інфляційного таргетування, розгляді особливостей економічного механізму ІТ в зарубіжних країнах (перший та другий розділи); методи аналізу, групування, графічного зображення – для виділення основних етапів на шляху до запровадження інфляційного таргетування в Україні, вивченні інструментарію грошово-кредитної політики в умовах застосування режиму, що базується на цінній стабільності (другий розділ); методи логічного узагальнення результатів – при розробленні висновків і пропозицій щодо удосконалення макроекономічного середовища та правового забезпечення функціонування ІТ в Україні (третій розділ); методи математично-статистичного аналізу – для дослідження явища «асиметрії загального рівня цін»; методи кореляційного аналізу й економетричного моделювання – для визначення впливу макроекономічних показників на індекс споживчих цін (третій розділ).

Теоретичну та методологічну основу дисертаційної роботи складають наукові дослідження вітчизняних і зарубіжних учених у сфері грошово-кредитного регулювання, матеріали науково-практичних конференцій з питань реалізації монетарної політики, періодичні видання, аналітичні документи центральних банків.

Інформаційною базою дослідження є законодавчі та нормативно-правові акти з питань реалізації грошово-кредитної політики, постанови, положення, інструкції Національного банку України, статистичні матеріали Державної служби статистики України, офіційні матеріали центральних банків, які застосовують інфляційне таргетування.

Наукова новизна одержаних результатів полягає в узагальненні, доповненні та теоретико-методичному обґрунтуванні підходів та розробленні практичних рекомендацій щодо удосконалення економічного механізму режиму монетарної політики, що базується на цінній стабільності в Україні. Найвагоміші результати, які містять наукову новизну та відображають особистий внесок автора, полягають в такому:

удосконалено:

– теоретичне обґрунтування сутності поняття «економічний механізм режиму інфляційного таргетування», що передбачає: визначення економічного механізму інфляційного таргетування як системи елементів, що створює сприятливі умови для забезпечення ефективного функціонування режиму інфляційного таргетування, і складається з низки підсистем, що впливають на економічні та організаційні параметри системи управління грошовою сферою країни; розроблення власної структурної моделі економічного механізму ІТ, у якій виділено п'ять підсистем: функціонального забезпечення; підзвітності; інформаційного забезпечення; прогнозування та моделювання; правового забезпечення. Це дало змогу детальніше розкрити сутність режиму ІТ;

– систематизацію умов формування максимально ефективного середовища функціонування режиму інфляційного таргетування, яка, на відміну від існуючих, передбачає необхідність комплексного врахування таких умов: незалежність центрального банку (НЦБ); прозорість діяльності центрального банку, його інформаційна відкритість; довіра до ЦБ з боку суспільства; налагоджена система прогнозування та моделювання інфляційних процесів; розвинутий фінансовий ринок; скоординованість інструментів монетарної та фіскальної політики, що дало змогу повніше охарактеризувати необхідні передумови для запровадження ІТ;

– періодизацію переходу України до режиму інфляційного таргетування, відмінністю якої є виділення 2-х етапів: підготовчий (2002 – 2010 рр.): створення відповідних передумов для переходу до режиму ІТ, що завершується запровадженням інфляційного таргетування у липні 2010 р. шляхом підписання Президентом Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України про діяльність Національного банку України»; етап адаптації режиму ІТ (2011 р. – до сьогодні), в межах якого виділено період позитивних результатів, отриманих від реалізації ІТ (2011 – 2013 рр.), та кризовий (2014 р. – дотепер), що характеризується значним погіршенням економічної ситуації в Україні та неспроможністю Національного банку за допомогою нового монетарного режиму забезпечити цінову стабільність в умовах макроекономічної нестабільності. Це дало

змогу обґрунтувати часові межі основних етапів переходу України до ІТ і визначити пріоритетні завдання грошово-кредитної політики на кожному етапі;

– методичні підходи до визначення оптимального показника інфляції для України, які, на відміну від існуючих, ґрунтуються на врахуванні присутності в українській економіці явища асиметрії загального рівня цін. На основі застосування методів математично-статистичного аналізу обґрунтовано, що оптимальний рівень інфляції в Україні повинен становити не більше 3% у довгостроковій перспективі. Побудовано функціональну залежність індексу споживчих цін від низки економічних показників, здійснено прогнозування ІСЦ на 2015 – 2017 рр. Використання результатів кореляційного аналізу та економетричного моделювання дасть можливість підвищити точність макроекономічного прогнозування НБУ;

набули подальшого розвитку:

– тлумачення поняття «інфляційне таргетування», яке, на відміну від існуючих трактувань цього терміну, передбачає визначення його як монетарної стратегії, що базується на публічному оголошенні центральним банком темпів інфляції, які повинні бути досягнуті упродовж певного періоду, та забезпечує підвищену прозорість діяльності і підзвітність суспільству органів грошово-кредитного регулювання. Це дало змогу акцентувати увагу на перевагах інфляційного таргетування, що найбільше відрізняють його від інших монетарних режимів;

– організаційно-економічні аспекти реалізації операційних процедур ІТ центральних банків, відмінністю яких є деталізація монетарного інструментарію, що полягає у виокремленні в межах пасивного підходу грошово-кредитного регулювання таких елементів: вузького процентного коридору, нерегулярних операцій на відкритому ринку, обов'язкових резервів, а в межах активного підходу – широкого процентного коридору, регулярних операцій на відкритому ринку, обов'язкових резервів (мінімальне застосування). Це дало змогу дослідити специфіку використання грошово-кредитних інструментів в країнах, які застосовують режим ІТ;

– обґрунтування напрямів удосконалення грошово-кредитного регулювання в умовах реалізації режиму, що базується на ціновій стабільності, щодо: підвищення

ролі процентної політики Національного банку шляхом поступового звуження процентного коридору між кредитною, депозитною ставками овернайт НБУ та обліковою ставкою з дотриманням правил процентної політики; збільшення операційної та політичної незалежності Національного банку шляхом скасування законодавчих норм, що обмежують його незалежність; доповнення розділу «Монетарна політика», розміщеного на офіційному сайті НБУ, наступними підрозділами: «Відхилення від таргету», «Незалежність Національного банку», «Координація грошово-кредитної та фіскальної політики», «Трансмісійний механізм монетарної політики», «Менеджмент ліквідності», «Стратегія грошово-кредитної політики» з метою забезпечення доступу населення до інформації щодо основних принципів реалізації монетарної політики. Це дасть змогу підвищити ефективність монетарної політики Національного банку.

Теоретичне значення результатів дослідження полягає у поглибленні наявних і розробленні нових теоретико-методичних підходів до реалізації інфляційного таргетування в умовах відкритої економіки України.

Теоретичні висновки і практичні результати дисертації використовуються у навчальному процесі на економічному факультеті Львівського національного університету імені Івана Франка під час викладання дисциплін: «Банківська система», «Банківські операції», «Центральний банк і грошово-кредитна політика», «Гроші і кредит» (Довідка № 421-Н, від 03.02.2015 р.).

Практичне значення отриманих результатів полягає у формуванні рекомендацій щодо удосконалення реалізації грошово-кредитної політики України в умовах застосування режиму, що базується на цінovій стабільності.

Положення дисертаційної роботи застосовуються для підвищення фінансової грамотності працівників ПАТ КБ «ПриватБанк», в частині їхнього теоретичного ознайомлення з новим монетарним режимом НБУ (Довідка № 352, від 09.01.2015р.), а також для розробки окремих методичних підходів щодо формування валютної та депозитної політик АТ «Райффайзен Банк Аваль» з урахуванням результатів дослідження явища «асиметрії загального рівня цін» в Україні (Довідка № 132/1, від 22.01.2015 р.). Результати дисертаційної роботи у частині аналізу впливу

економічних показників на індекс споживчих цін використовуються у процесі встановлення розміру процентних ставок за депозитними і кредитними операціями АТ «Укркрексімбанк» (Довідка № 060-00/353-1, від 03.02.2015 р.).

Особистий внесок здобувача. Дисертаційна робота є науковою працею, в якій викладено авторський підхід до удосконалення грошово-кредитного регулювання в Україні в умовах реалізації режиму інфляційного таргетування. З наукових праць, які вийшли у співавторстві, у дисертаційній роботі використані лише ідеї та результати, які становлять особистий внесок автора.

Апробація результатів дисертаційної роботи. Основні положення й результати наукового дослідження розглянуто, обговорено і схвалено на науково-практичних конференціях: VI Міжнародна науково-теоретична конференція молодих вчених і студентів «Актуальні проблеми економічного та соціального розвитку виробничої сфери» (м. Донецьк, 2009 р.); VII Всеукраїнська науково-практична інтернет-конференція «Сучасний соціокультурний простір 2010» (м. Київ, 2010 р.); VII Всеукраїнська науково-практична інтернет-конференція «Актуальні проблеми сучасної науки» (м. Київ, 2010 р.); VIII Міжнародна науково-практична інтернет-конференція «Розвиток України в XXI столітті: економічні, соціальні, екологічні, гуманітарні та правові проблеми» (м. Тернопіль, 2010 р.); Міжнародна науково-практична інтернет-конференція «Важелі і механізми формування сталого розвитку економіки в умовах світової глобалізації» (м. Тернопіль, 2010 р.); VI Міжнародна науково-практична конференція «Альянс наук: вчений – вченому» (м. Дніпропетровськ, 2011 р.); VI Всеукраїнська науково-практична конференція «Перший крок у науку» (м. Луганськ, 2011 р.); Міжнародна науково-практична конференція «Фінансова політика в контексті глобальних перетворень суспільного розвитку» (м. Ірпінь, 2011 р.); VII Міжнародна науково-практична інтернет-конференція «Простір і час сучасної науки» (м. Київ, 2011 р.); Міжнародна наукова студентсько-аспірантська конференція «Актуальні проблеми розвитку національної економіки України» (м. Львів, 2011 р.); Міжнародна науково-практична конференція «Економіка та право: реалії сучасності та перспективи майбутнього» (м. Київ, 2011 р.); Міжнародна наукова студентсько-аспірантська

конференція «Розвиток економіки України в умовах активізації євроінтеграційних процесів» (м. Львів, 2012 р.); I Всеукраїнська науково-практична конференція «Потенціал стійкого розвитку та фінансова безпека соціально-економічних систем» (м. Сімферополь, 2013 р.); II Міжнародна науково-практична конференція студентів, аспірантів і молодих вчених «Актуальні проблеми економіки і менеджменту» (Росія, м. Майкоп, 2014 р.).

Публікації. Основні положення наукового дослідження опубліковано у 26 наукових працях, загальним обсягом – 9,25 д.а., у т.ч. 7 – у співавторстві (особисто автору належить – 8,27 д.а.), серед яких: 10 наукових статей – у вітчизняних фахових виданнях, 2 наукові статті – в журналах, які входять до міжнародних наукометричних баз даних, та 14 тез доповідей – на наукових конференціях.

Структура та обсяг дисертації. Дисертаційна робота викладена на 182 сторінках друкованого тексту і складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел, що налічує 166 позиції та 8 додатків. Робота містить 20 таблиць і 27 рисунків.

РОЗДІЛ 1.

ТЕОРЕТИЧНІ ОСНОВИ ФУНКЦІОНУВАННЯ МЕХАНІЗМУ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ

1.1. Суть, види та економічний механізм інфляційного таргетування

У світовій науковій літературі загальноприйнятою є думка, що основною метою грошово-кредитної політики є підтримка стабільності цін, тобто ситуації, за якої економічні агенти, у процесі прийняття рішень, не враховують фактор можливого зростання цін.

У період Бреттон-Вудської системи, метою грошово-кредитної політики було збереження фіксованого валютного курсу. З переходом на плаваючі обмінні курси, зобов'язання підтримки фіксованого паритету автоматично зникло, і кінцевою метою стала цінова стабільність. Під нею, в економічній літературі розуміють, незначний приріст цін, який не впливає на поведінку економічних агентів. В ідеалі, цінова стабільність означає нульову інфляцію, проте, через низку технічних причин (помилки статистики, запізнення в оновленні інформації), центральні банки не орієнтуються на нульову інфляцію. На практиці, стабільність цін означає не стільки нульове, скільки невелике позитивне значення приросту індексу цін упродовж тривалого часу [29, с. 41-42].

Монетарні органи можуть приділяти стратегічним цілям однаково увагу, проте, останнім часом робиться щораз більший акцент на підтриманні інфляції на низькому рівні. Така тенденція обумовлена емпіричними спостереженнями, адже висока інфляція спотворює процес прийняття рішень економічними агентами щодо обсягів інвестицій, заощаджень і виробництва, таким чином, зумовлюючи повільне зростання економіки [137].

Упродовж останніх двадцяти п'яти років у світі відбувається трансформація грошово-кредитної сфери, що супроводжується зміною основних цілей центральних банків. Пріоритетним завданням стало вироблення нової грошово-кредитної

стратегії, яка забезпечила б досягнення першочергових завдань грошово-кредитної політики за умови прозорого і зрозумілого визначення мети ЦБ.

Сьогодні центральні банки для виконання основної мети грошово-кредитної політики використовують різні монетарні режими. Сам термін «монетарний режим» вперше використав англійський економіст А. Лейонгуфвуд. За його визначенням, монетарний режим – це «по-перше, система очікувань, яка обумовлює поведінку суспільства, по-друге, послідовний характер поведінки монетарних органів, яка підтримує ці очікування» (цит. за [97, с. 233]).

Згодом, у світі сформувалася система монетарного регулювання, яка базується на переконанні, що досягнення основної довгострокової цілі грошово-кредитної політики відбувається через офіційне оголошення проміжного цільового орієнтиру (таргету).

Оскільки, центральний банк не може прямо досягнути кінцевої мети, він застосовує таргетування проміжної цілі, тобто діє опосередковано. У міжнародній практиці найбільше поширення одержало три види таргетування: монетарне таргетування, таргетування валютного курсу, таргетування інфляції.

Монетарне таргетування як режим грошово-кредитної політики набув поширення після розпаду Бреттон-Вудської валютної системи. В основі цієї монетарної стратегії лежить переконання, що зміна грошової пропозиції зумовлює відповідну зміну темпів загального рівня цін. Ефективність застосування такого режиму залежить від стабільності попиту на гроші та зв'язку між зміною грошової маси й інфляцією.

На нашу думку, можливості використання режиму монетарного таргетування у період ринкової трансформації економіки є обмеженими, оскільки для його успішної реалізації необхідно забезпечити значний і стійкий зв'язок між інфляцією та монетарними агрегатами, а країни з перехідними економіками, зазвичай, мають нестабільний попит на гроші. Це значно ускладнює практичне застосування режиму таргетування грошових агрегатів, оскільки середня зміна швидкості обігу грошей не піддається точному визначенню.

Таргетування обмінного курсу – це режим, який передбачає прив'язку центральним банком курсу національної валюти до валюти (кошика валют) країни, в якій показник інфляції нижчий.

На нашу думку, перевагами цього режиму, порівняно з іншими, є:

- 1) простота реалізації, оскільки країна, фактично відмовляється від проведення власного грошово-кредитного регулювання;
- 2) нівелювання інфляційних очікувань до рівня валюти країни-прив'язки;
- 3) прозорість та зрозумілість для громадськості;
- 4) стимулювання зовнішньої торгівлі та економічного розвитку.

Проте, основним недоліком використання таргетування обмінного курсу вважаємо той факт, що монетарна політика не здатна забезпечити стабільність на грошовому та валютному ринках в умовах високої мобільності капіталу. Цей режим стимулює експансію короткострокового капіталу, що спричиняє дисбаланси у валютній системі країни.

Загальний підхід до механізму реалізації грошово-кредитної політики суттєво змінився за останні двадцять п'ять років. Цінова стабільність, як мета монетарної політики, набуває щораз більшої популярності після того, як Нова Зеландія вперше запровадила режим інфляційного таргетування на початку 1990 р.

Висока і нестабільна інфляція призводить до перерозподілу доходів, зниження реальної купівельної спроможності приватних заощаджень, зростання невизначеності у процесі прийняття рішень економічними агентами, що робить неможливим довгострокове планування діяльності. Як наслідок, схильність до заощаджень і, отже, швидкість накопичення капіталу, що визначають довгостроковий економічний ріст, значно знижуються. Таким чином, виникла думка, що основним внеском центральних банків у досягнення стабільного економічного зростання в довгостроковій перспективі має стати забезпечення умов, за яких темпи інфляції та інфляційні очікування населення закріпляться на низькому рівні.

Сьогодні існує досить велика кількість як зарубіжних, так і вітчизняних фундаментальних досліджень, присвячених режиму інфляційного таргетування. Зупинимося на трактуванні цього поняття зарубіжними та вітчизняними вченими.

У своїй праці Б. Бернанке та Ф. Мішкін [124] дають загальну характеристику функціонування ІТ і зазначають, що низька і стабільна інфляція є пріоритетною метою монетарної політики. Автори стверджують, що таргетування інфляції – це не одне залізне правило, а радше, межі проведення грошово-кредитної політики. Основними перевагами такого режиму є гнучкість у виборі інструментів та підвищення прозорості монетарної політики.

У науковій праці Б. Бернанке та ін. авторів [147] зазначено, що ІТ – це концепція грошово-кредитної політики, яка передбачає офіційне оголошення інфляційних цілей на один чи більше часовий горизонт, а також низький та стабільний рівень інфляції – першочерговою довгостроковою метою центрального банку. У цій праці проаналізовано досвід реалізації режиму інфляційного таргетування в економічно розвинутих країнах, де, на відміну від України, відсутня проблема недосконалого фінансового ринку і необхідність боротьби з високою інфляцією. Науковці наголошують, що важливими характеристиками інфляційного таргетування є інтенсивна комунікація з громадськістю щодо планів і цілей монетарної політики та посилення відповідальності центрального банку за досягнення визначених цілей. ІТ розглядається як устрій, а не жорстке правило, на практиці не існує такого поняття, як абсолютне правило для грошово-кредитної політики. Тобто, ІТ – це чітко сформульований устрій, за якого зобов'язання щодо загальних цілей і тактики політики, хоча і не конкретних дій, оголошені наперед.

Науковець П. Бофінгер [125, с. 258-264] стверджує, що ІТ – це монетарний устрій, який включає два правила для проведення монетарної політики:

- 1) експліцитне правило: рішення монетарної політики приймають на основі порівняння прогнозу інфляції з цільовим таргетом;
- 2) імпліцитне правило: підвищення (зниження) процентних ставок, якщо інфляційний прогноз перевищує (є нижчим) інфляційний таргет.

Американський дослідник Л. Меєр [153] зазначає, що ІТ – режим, який визначає цінову стабільність первинною ціллю монетарної політики. Він передбачає встановлення кількісного інфляційного таргету і період, за який відхилення інфляції від проголошеного таргету мають бути еліміновані. В основному інфляційну ціль встановлюють у вигляді точки, а інколи – у вигляді діапазону. Точкова ціль або середина діапазону, як правило, становить 2 процентних пункти (від 1 до 3%). Термін, встановлений для досягнення таргету, може бути офіційно проголошеним центральним банком.

За визначенням Європейського центрального банку (ЄЦБ), інфляційне таргетування – це стратегія монетарної політики, спрямована на підтримання стабільності цін і зосереджена на мінімізації відхилень у прогнозах інфляції від оголошеної мети (цит. за [100, с. 184]).

Відомий вчений С. Фішер трактує інфляційне таргетування як режим, що передбачає встановлення чіткої цілі грошово-кредитної політики і відповідні рамки її здійснення та схему, яка визначає обов'язки, відповідальність, підзвітність центрального банку [136].

Американський економіст Б. Айхенгрін зазначає у своїй праці [133], що інфляційне таргетування – операційна стратегія грошово-кредитної політики з чотирма основними елементами: інституційне зобов'язання стабільності цін; механізм встановлення підзвітності центрального банку; публічне оголошення цілі інфляції; спілкування з громадськістю.

У дослідженні американського вченого Л. Свенссона [159] інфляційне таргетування є варіантом операційної дискреції (вільного вибору інструментів), у поєднанні з цільовим правилом прийняття рішень. Це дає можливість даному підходу увібрати в себе переваги дискреційного режиму, за якого центральний банк володіє максимальною гнучкістю, що включає автономний вибір інструментів регулювання і процедур їхнього застосування та режиму «зв'язаних рук», що дозволяє йому значно знизити зовнішню невизначеність у діях, які він застосовує і, як зазначає А. Халдана [142], значно підвищити їхню інформаційну ефективність.

В іншій науковій роботі [160] Л. Свенсон стверджує, що ІТ – це стратегія монетарної політики, що характеризується:

1) оголошенням кількісного інфляційного таргету у формі точкового таргету або цільового діапазону. Досягнення цінової стабільності є первинною метою монетарної політики, хоча не виключена наявність додаткових цілей. Відсутні інші номінальні якорі, такі як: таргети щодо обмінного курсу, номінального ВВП, грошової маси;

2) відведенням значної ролі у процесі грошово-кредитного регулювання прогнозу інфляції;

3) високим рівнем прозорості монетарної політики і відповідальності центрального банку.

Ф. Мишкін у своєму дослідженні [154] визначає ІТ як режим, що включає п'ять основних елементів: 1) публічну заяву про середньострокові кількісні показники інфляції; 2) інституційні зобов'язання щодо стабільності цін; 3) інформаційні дані про зміни грошової маси чи обмінного курсу, які використовують економічні агенти для прийняття рішень; 4) збільшення прозорості монетарної політики на основі зв'язків з громадськістю; 5) підвищення підзвітності центрального банку.

Серед відомих російських вчених, які досліджують режим інфляційного таргетування, можна виділити С. Мойсеєва та К. Коріщенка. С. Мойсеєв у своїх дослідженнях зазначає, що ІТ – достатньо проста процедура, яка передбачає, що монетарні органи встановлюють цільовий рівень інфляції і використовують всі доступні засоби для його досягнення, це – операційний інструмент, який ЦБ застосовує для досягнення кількісного орієнтира інфляції, і за який несе відповідальність. На думку науковця, ІТ вимагає виконання двох основних умов: незалежний статус центрального банку і відсутність фіскального домінування; відмова від таргетування будь-яких інших економічних показників [50, с. 89-90].

Дослідивши макроекономічний потенціал використання інфляційного таргетування в Росії, С. Мойсеєв зробив висновок, що Росія ще не готова перейти до режиму інфляційного таргетування. Науковець стверджує, що без системних змін у

структурі економіки, центральний банк Росії не зможе реалізувати повнофункціональну версію інфляційного таргетування, тому, на його думку, ефективнішим в Росії буде змішаний режим таргетування інфляції, який у міжнародній практиці отримав назву полегшеного інфляційного таргетування (inflation targeting lite) і гібридного інфляційного таргетування (hybrid inflation targeting) [50, с. 104-105; 51, с. 51].

К. Коріщенко зазначає, що ІТ – це режим, який передбачає: 1) чітке встановлення цільового показника інфляції у вигляді одного значення чи діапазону; 2) відсутність інших цілей грошово-кредитної політики; 3) інструментальну незалежність центрального банку; 4) відсутність фіскального домінування [37, с. 92-93]. Автор також вважає, що Росія ще не готова до запровадження такої форми ІТ, яка функціонує в розвинутих країнах, тому пропонує на початковому етапі застосувати його м'яку форму, що характеризується вищим рівнем цільової інфляції, тривалішим часовим горизонтом.

Проблема забезпечення цінової стабільності в довгостроковому періоді та перспективи вибору монетарного режиму для України дискутувалися у працях відомих вітчизняних науковців [22; 23; 39; 75; 77; 78; 79].

Відомі українські вчені А. Гриценко та Т. Кричевська [23, с. 32] розкривають процес формування режиму інфляційного таргетування, аналізують передумови його запровадження. Автори визначають інфляційне таргетування як концептуальну систему монетарного устрою, яка характеризується: а) публічним проголошенням офіційної кількісної цілі щодо інфляції (або інтервалу) на середньострокову перспективу (на період або кілька періодів, через які дія основного інструменту монетарної політики – процентної ставки – набуває найбільшого впливу на інфляцію); б) використанням прогнозу інфляції, як проміжної цілі монетарної політики; в) високим рівнем прозорості і підзвітності центрального банку.

А. Гриценко та Т. Кричевська доводять необхідність запровадження режиму інфляційного таргетування у перехідних економіках. На думку науковців, це сприятиме чіткому окресленню відповідальності центральних банків щодо їхніх цілей як перед державою, так і суспільством, та розвитку інтеграційних процесів.

Їхнє дослідження засвідчує успішність інфляційного таргетування у дезінфляційному напрямі в країнах з перехідною економікою [23, с. 36-38]. Також, автори наголошують на тому, що жодна з країн, які запровадили таку стратегію, не відмовилися від неї, а це є свідченням її ефективності та доказом необхідності запровадження в Україні.

У своєму дослідженні О. Петрик [75, с. 139-140] робить висновок, що найголовніша риса інфляційного таргетування – існування публічно оголошеної кількісної цілі, яку центральний банк зобов'язується досягати, процес її досягнення складається з двох основних елементів: прийняття рішень з монетарної політики центральним банком та комунікаційний процес із суспільством і бізнесом. Найважливішим досягненням центральних банків, які застосовують ІТ, є не переорієнтація цілей монетарної політики до більш жорсткого контролю інфляційних процесів (це є наслідком та, водночас, загальносвітовою тенденцією упродовж останніх двох десятиліть), а радше – розвиток підходу до проведення ГКП, яка фокусується на чітко визначеній цілі, визнає важливу роль кількісних прогнозів майбутньої економічної динаміки під час прийняття рішень і пов'язана з високим рівнем прозорості як цілей політики та прийнятих рішень, так і принципів, на яких базуються ці рішення.

Як зазначає В. Міщенко, таргетування інфляції – це стратегія грошово-кредитної політики, спрямована на підтримання стабільності цін, шляхом мінімізації відхилення рівня інфляції від оголошеної інфляційної мети, за допомогою основних інструментів ГКП. На думку вченого, економічний зміст таргетування інфляції полягає не в досягненні низького рівня інфляції будь-якою ціною, а в зниженні інфляційних очікувань усіх суб'єктів господарювання шляхом підвищення їх довіри до монетарної політики центрального банку [46, с. 41-42]. В іншій праці науковець стверджує, що досягнення цінової стабільності є важливішим завданням порівняно із дотриманням певного значення обмінного курсу. В умовах відкритої економіки одночасне виконання обох завдань неможливе через високу мобільність капіталу. На думку В. Міщенка, зростаюча фінансова лібералізація, за відсутності гнучкого

курсоутворення, робить економіку країни вразливою до зовнішніх шоків, а антиінфляційний вплив курсової стабільності значно послаблюється [49, с. 4].

У своїй монографії М. Макаренко [42, с. 15] зазначає, що ІТ – вищий ступінь розвитку стратегічного регулювання економіки з боку центрального банку, сприяє макроекономічній стабілізації та потребує відповідних передумов монетарного, загальноекономічного та інституційного характеру. Автор робить висновок, що стабілізація внутрішньої цінової динаміки є першочерговою метою грошово-кредитної політики. Найбільш прийнятною монетарною стратегією для цього є пряме інфляційне таргетування. Значну увагу автор приділяє координації дій уряду та центрального банку в процесі реалізації ІТ, а також – комунікаційній стратегії ЦБ.

У своїй праці С. Аржевітін [10, с. 255] зазначає, що ІТ – концептуальна система монетарного устрою, яка характеризується:

а) публічним проголошенням офіційної кількісної мети щодо інфляції на середньострокову перспективу;

б) використанням прогнозу інфляції, як проміжної цілі монетарної політики;

в) високим рівнем прозорості і підзвітності центрального банку. Автор також наводить порівняльну характеристику підходів до визначення ІТ, аналізує його основні переваги та недоліки та робить висновок, що інфляційне таргетування є найефективнішим режимом монетарної політики для України.

М. Безнощенко [12, с. 45] визначає таргетування інфляції як особливу модель грошово-кредитної політики, що характеризується публічним проголошенням середньо- та/або довгострокового цільового орієнтира інфляції та одночасною, або поступовою відмовою від встановлення будь-яких інших середньо- та/або довгострокових цільових орієнтирів для грошово-кредитної політики. Погоджуємось з автором, що режим інфляційного таргетування допоміг країнам, які його запровадили, досягти стабільно низьких темпів інфляції та сталих темпів економічного зростання у довгостроковому періоді.

Аналіз існуючих визначень інфляційного таргетування дозволяє зробити висновок, що серед науковців існує консенсус відносно таких його характеристик:

1. Оголошення кількісної цілі щодо інфляції.

2. Прогнозування цінової динаміки, де-факто, теж є метою ЦБ, хоч і проміжною. Оскільки, рівень цін в короткостроковому періоді частково зумовлений жорсткістю цін, центральний банк може, фактично, впливати тільки на очікувану майбутню інфляцію. Здійснюючи операції грошово-кредитного регулювання, ЦБ коригує очікувану інфляцію відповідно до встановленої інфляційної цілі.

3. Високий рівень прозорості грошово-кредитної політики і комунікації з громадськістю.

Проаналізувавши низку зарубіжних і вітчизняних наукових досліджень, ми дійшли висновку, що таргетування інфляції – монетарна стратегія, що передбачає публічне оголошення центральним банком темпів інфляції, які повинні бути досягнуті упродовж певного періоду та забезпечує підвищену прозорість діяльності і підзвітності суспільству органів грошово-кредитного регулювання.

Дисертаційна робота присвячена дослідженню поняття «економічний механізм інфляційного таргетування». Оскільки, в науковій літературі ми не знайшли визначення даного терміна, запропонуємо власне. Однак, спочатку розглянемо як вітчизняні науковці трактують поняття «економічний механізм».

Г. Ільницька [31, с. 292] вважає, що економічний механізм – це основна частина господарського механізму підприємства, що включає: економічні методи, способи, форми та інструменти впливу на економічні відносини і процеси.

О. Галич [19, с. 30] розглядає економічний механізм, як систему економічних методів та важелів, що забезпечує зовнішні зв'язки підприємства й створює відповідні умови отримання доходу, а також сприяє розвиткові виробничих відносин усередині підприємства.

І. Циглик [118, с. 5] зазначає, що економічний механізм – сукупність економічних методів і важелів, які діють на всіх рівнях управління й дають змогу, відповідно до об'єктивних законів розвитку суспільства, активно впливати на виробничу діяльність колективу з метою досягнення економічних і соціальних завдань.

Й. Завадський [28, с. 81] трактує економічний механізм як складовий елемент господарського механізму, що включає: економічні стимули (державні економічні

стимули виробництва й матеріальні стимули праці) та важелі (планування, госпрозрахунок, фінансування, умови реалізації продукції, виробничо-технічне обслуговування, умови господарювання, різні ліміти, собівартість продукції, тощо).

М. Грещак та ін. [21, с. 26-27] розглядають економічний механізм, як комплекс економічних способів, методів, важелів, нормативів, показників, за допомогою яких реалізуються об'єктивні економічні закони. Науковці запропонували таку структуру економічного механізму: організаційно-технічна система; система планування діяльності підрозділів; система контролю й оцінки діяльності підрозділів; установлення матеріальної відповідальності підрозділів; мотиваційний механізм функціонування.

В. Поленчук та О. Наумов [82, с. 191-193] вважають, що економічний механізм – це сукупність економічних методів, способів, форм, інструментів, важелів, ресурсів, які впливають на економічні відносини та процеси, що відбуваються на підприємстві. На їхню думку, структура економічного механізму включає: функціональну підсистему, підсистему забезпечення та економічних важелів, які сприяють досягненню цілей підприємства.

М. Саєнко [95, с. 7-8] розглядає економічний механізм підприємства, як систему економічних важелів і методів їх застосування та забезпечення, що впливає на інтереси та взаємовідносини суб'єктів господарства, активізуючи зростання результативності використання ресурсів, можливостей і сильних сторін підприємства, сприяючи подоланню загроз і слабких сторін задля високої конкурентоздатності, прибутковості і, в результаті, для максимально можливого задоволення потреб всіх суб'єктів господарювання. М. Саєнко виділяє дві основні підсистеми економічного механізму: підсистему важелів і забезпечення. Зокрема, підсистема важелів включає наступні елементи: механізми організаційної і виробничої структури та організаційної структури управління; механізми внутрігосподарського ринку і внутрігосподарських трансфертних цін; механізми внутрігосподарського планування; механізми управління виробничою програмою, витратами і прибутком; мотиваційні механізми; механізми матеріальної відповідальності; механізми оцінки і контролю тощо. Підсистема забезпечення

включає такі елементи: правове забезпечення застосування важелів; нормативне забезпечення; кадрове забезпечення; організаційне забезпечення; інформаційне забезпечення; інноваційне забезпечення; фінансове забезпечення.

Узагальнюючи підходи вітчизняних науковців до визначення поняття «економічний механізм», можна сказати, що серед науковців існує консенсус стосовно того, що економічний механізм – це система методів, важелів, інструментів, нормативів, які впливають на економічні відносини та процеси, що відбуваються на підприємстві, і спрямовані на досягнення його цілей.

Отже, ознайомившись із багатьма підходами до визначення терміна «економічний механізм», запропонуємо власне визначення поняття «економічний механізм інфляційного таргетування», під яким розуміємо систему елементів, яка створює сприятливі умови для забезпечення ефективного функціонування режиму інфляційного таргетування. У структурі економічного механізму, на нашу думку, потрібно виокремити п'ять підсистем: 1) функціонального забезпечення; 2) підзвітності; 3) інформаційного забезпечення; 4) моделювання та прогнозування; 5) правового забезпечення [104, с. 281; 149, с. 318-319; 164, с. 78].

Таким чином, економічний механізм інфляційного таргетування – система, що складається з наступних підсистем: функціонального забезпечення; підзвітності; інформаційного забезпечення; прогнозування та моделювання; правового забезпечення, які містять сукупність елементів, що впливають на економічні та організаційні параметри системи управління грошовою сферою країни (рис. 1.1).

Функціональна підсистема – підсистема, яка забезпечує реалізацію режиму інфляційного таргетування і, на нашу думку, її призначення полягає у наступному: визначення органу, що встановлює інфляційну ціль, цільового вимірника, цільового діапазону, цільового горизонту, основного монетарного інструмента, органу, що приймає рішення щодо монетарної політики.



Рис. 1.1 Економічний механізм інфляційного таргетування

Джерело: розроблено автором

Підсистема підзвітності – підсистема, яка передбачає звітність центрального банку перед урядом, населенням стосовно причин відхилення інфляції від таргету, заходів, що вживатимуться для приведення індексу споживчих цін у відповідність до встановлених цільових параметрів. Найбільш поширеними є такі форми підзвітності: відкриті листи і парламентські слухання.

Підсистема інформаційного забезпечення – це підсистема, яка включає: роз'яснення центрального банку громадскості монетарних рішень, одразу після їхнього ухвалення (відеозвернення, прес-релізи, прес-конференції), активну комунікаційну політику після проведення засідань з питань грошово-кредитної політики, регулярну публікацію інфляційного звіту, аналітичні та прогнозні документи на сторінках офіційного інтернет-представництва ЦБ.

Підсистема моделювання та прогнозування – підсистема, призначена для вивчення поточної економічної ситуації, прогнозування і вироблення оптимальних монетарних рішень, за допомогою базових моделей, моделей з випереджаючими очікуваннями, моделей векторної авторегресії, регресійних моделей одного рівняння, динамічних моделей загальної рівноваги.

Підсистема правового забезпечення – це підсистема нормативно-правових документів, що визначають цілі грошово-кредитної політики, зобов'язання та обов'язки центрального банку, уряду, в умовах функціонування режиму інфляційного таргетування (закон про центральний банк, конституція, монетарна стратегія центрального банку).

Сьогодні вже 30 країн застосовують інфляційне таргетування, половина з яких – країни, що розвиваються (Додаток А). Зокрема, центральні банки розвинутих країн, включаючи Європейський центральний банк і Федеральну резервну систему Сполучених Штатів Америки (ФРС США), Швейцарський національний банк, прийняли основні елементи ІТ, а низка інших країн знаходяться у процесі переходу.

Інфляційний таргет відіграє роль вказівника, що посиляє чіткі сигнали економічним агентам про те, які заходи монетарного регулювання будуть застосовані. У результаті учасники ринку в цілому виявляються захищеними від

несподіваних дій центрального банку, зменшується рівень невизначенності, що, в свою чергу, сприяє досягненню сталого розвитку.

До переваг інфляційного таргетування, на нашу думку, можна віднести [7, с. 18-19]:

1) встановлення номінального якоря грошово-кредитної політики;

2) підвищення транспарентності та регулярних зв'язків з громадськістю: наміри центрального банку будуть зрозумілими населенню. Б. Бернанке, Т. Лобах, Ф. Мишкін, А. Позен [147] вказують, що збільшення прозорості грошово-кредитної політики забезпечує високу дисципліну ЦБ.

3) наявність певного допустимого інтервалу цільового орієнтира: при виході інфляції за його межі органи монетарного регулювання повинні пояснити причини та вказати заходи, за допомогою яких вона повернеться у рамки цільового орієнтира;

4) гнучкість у виборі інструментів грошово-кредитного регулювання, що дозволяє монетарним органам обирати ті способи досягнення цільових показників, які є найбільш прийнятними у конкретній ситуації [10, с. 264];

5) послаблення тиску на ЦБ з боку уряду та ділових кіл, які намагаються лобіювати свої інтереси;

6) поступове зниження процентних ставок за кредитами банків, а в результаті – розширення джерел фінансування підприємств і додаткового стимулювання економічного розвитку. Результати дослідження Т. Петурссона [155] засвідчують падіння номінальних процентних ставок у країнах після запровадження режиму ІТ;

7) значне посилення підзвітності і дисципліни при проведенні ГКП та відповідне зростання довіри до ЦБ.

Погоджуємося з думкою Б. Адамика, що перевагою таргетування інфляції є те, що центральний банк має змогу зосередитися на внутрішніх проблемах економіки. Це дозволяє йому гнучкіше реагувати на зміни макроекономічної ситуації, оскільки не встановлюються чіткі співвідношення між динамікою зміни грошової маси і зміною цін. Встановлення конкретних цифрових прогнозних значень індексу споживчих цін підвищує відповідальність центрального банку за свої дії і допомагає

вирішити проблему непослідовності у проведенні грошово-кредитної політики [1, с. 77]. На думку науковця, цей режим дає центральному банку більше можливостей щодо досягнення кінцевої цілі грошово-кредитної політики – стабільності національних грошей у довгостроковому періоді. Таргетування інфляції дозволяє знизити інфляційні очікування суб'єктів господарювання і громадян, підвищити їх довіру до монетарної політики центрального банку [2, с. 99].

Оскільки публічно оголошена ціль щодо інфляції посилює відповідальність центрального банку перед населенням, режим ІТ зменшує ймовірність того, що ЦБ опиниться в ситуації, коли поточні обставини вимагатимуть застосування активної стимулювальної політики з метою забезпечення економічного зростання.

Окремі економісти [139] критикують ІТ, тому що цей режим диктує жорсткі правила проведення монетарної політики і не надає певної свободи у прийнятті рішень. Ми не погоджуємося з їхньою думкою, оскільки результати низки досліджень [134; 135] засвідчують зростання незалежності ЦБ.

Аргументом на користь ІТ вважаємо й те, що дедалі більше центральних банків продовжували застосовування цього режиму уже після початку фінансово-економічної кризи 2007 – 2008 рр. Так, у 2009 році на режим ІТ офіційно перейшов центральний банк Сербії. Офіційне проголошення ФРС США та Банком Японії цільових показників інфляції на початку 2012 року, підвищення прозорості діяльності шляхом ширшого розкриття інформації, – також можна вважати ознакою переходу до режиму, який здебільшого, включає основні елементи ІТ [74, с.18].

Водночас, режиму ІТ притаманні певні недоліки [7, с. 19].

По-перше, якщо регулятор не зможе стримати ціни на прогнозованому рівні, знизиться довіра до нової політики і національної валюти.

По-друге, непередбачуваність обмінного курсу. У країнах, де тривалий час діяв фіксований курс, може сформуватися громадська думка: валюта, яка то дорожчає, то дешевшає, рівносильна – слабкій. У результаті чого, населення перестає їй довіряти.

По-третє, можливість негативного впливу на темпи економічного росту.

По-четверте, складність у контролі за інфляцією. Більш високій інфляції відповідає більша інфляційна мінливість. Тому, прогнозування стає щораз складнішим, а покладання на ІТ – більш ризикованим.

Для запровадження ІТ має значення пріоритетність інфляційної цілі. Вона може бути закріплена законом або ж угодою між ЦБ та урядом.

Б. Бернанке [124] виділяє дві причини, з яких все ж таргетування інфляції переважає таргетування номінального ВВП:

По-перше, інформацію про ціни можна отримувати швидше і частіше, ніж про номінальний ВВП.

По-друге, концепція інфляції більш зрозуміла громадськості, ніж концепція номінального ВВП, який легко переплутати з реальним ВВП. У цьому випадку, таргетування інфляції дозволяє досягти більшої прозорості монетарної політики.

У своїй праці А. Караре [135] виокремлює три режими ІТ:

1. Повноцінне ІТ.
2. Еклектичне ІТ.
3. Експериментальне (спрошене) ІТ.

Кожному режиму інфляційного таргетування притаманні свої специфічні особливості.

Повноцінне інфляційне таргетування – режим ГКП, що передбачає встановлення чіткого, офіційно визначеного рівня інфляції єдиною метою ГКП. У країнах, які застосовують повноцінне ІТ, монетарні органи мають високий рівень довіри з боку економічних суб'єктів, чітко визначають і оголошують цільовий показник інфляції на певний період із зобов'язанням його дотримання, тому така стратегія передбачає прозорість і відповідальність центрального банку за прийняті рішення. Першою повноцінне інфляційне таргетування почала застосовувати Нова Зеландія у 1989 р. і до 2001 р. вже 6 розвинутих і 7 країн, що розвиваються практикували цей режим.

Еклектичне, вибіркоче чи замасковане інфляційне таргетування дозволяє підтримувати інфляцію на досить низькому стабільному рівні без повної прозорості та звітності перед суспільством. Такий метод, в умовах високої фінансової

стабільності, дозволяє підтримувати на належному рівні й інші параметри, такі як: зайнятість населення, обсяги промислового виробництва тощо. Застосовують цей тип інфляційного таргетування ЄЦБ та ФРС США. Пріоритетною метою Європейського центрального банку є підтримання цінової стабільності на рівні, близькому до 2%. ФРС США застосовує подвійний мандат: забезпечення стабільності цін (цільовий рівень – 2%) і підтримання зайнятості населення.

Спрощене інфляційне таргетування – перехідний режим, який практикують країни, що розвиваються, в період проведення структурної перебудови економіки. Такий режим ІТ передбачає наявність значних допустимих меж коливань загального рівня цін, що, фактично, унеможлиблює його використання в якості цільового показника монетарної політики. Цей режим передбачає ще більшу непрозорість монетарних рішень, низький рівень довіри до органів грошово-кредитного регулювання з боку економічних суб'єктів. Основні характеристики вищезгаданих режимів інфляційного таргетування наведені в табл. 1.1.

Таблиця 1.1

Характеристика режимів інфляційного таргетування

Характеристика	Повноцінне ІТ	Вибіркове ІТ	Спрощене ІТ
Довіра до монетарної влади	Висока	Висока	Низька
Визначеність інфляційної мети	Висока	Досить низька	Низька
Гнучкість щодо інших цілей	Низька	Висока	Висока
Рівень фінансової стабільності	Високий	Низький	Низький

Джерело: складено автором на основі [10, с. 267]

Важливо пам'ятати, що повноцінне таргетування інфляції складається з п'яти основних компонентів: чітко визначена мета щодо досягнення кількісного рівня інфляції у вигляді конкретного значення або діапазону; відсутність інших номінальних якорів, таких як: фіксовані обмінний курс або цільовий номінальний ВВП; відсутність фіскального домінування; інструментальна незалежність центрального банку; транспарентність діяльності і підзвітність ЦБ суспільству.

1.2. Макроекономічне середовище функціонування режиму інфляційного таргетування

Донедавна в економічній літературі переважала думка, згідно з якою таргетування інфляції – режим, який ставить високі вимоги до макроекономічного середовища, порівняно з іншими режимами грошово-кредитної політики. Досить жорсткі умови, при виконанні яких вважалося доцільним переходити до таргетування інфляції, змушували країни, що розвиваються, дуже нерішуче підходити до його запровадження. Така думка докладно викладена в науковій праці Айхенгріна та ін. [161]. Дослідники стверджували, що без відповідних технічних та інституційних умов непотрібно намагатися переходити до таргетування інфляції. Також, у дослідженні, зазначеному вище, рекомендується країнам, що розвиваються, які імплементували інфляційне таргетування, повернутися до режимів грошово-кредитної політики, які вони застосовували раніше.

Саме тому, необхідно детально зупинитися на аналізі основних умов, необхідних для ефективного функціонування режиму інфляційного таргетування.

Погоджуємось з думкою більшості науковців, що для отримання кращого ефекту від запровадження режиму ІТ необхідно створити відповідне середовище, яке характеризуватиметься такими ознаками:

- 1) незалежність центрального банку;
- 2) прозорість діяльності та інформаційна відкритість центрального банку;
- 3) довіра до ЦБ з боку суспільства;
- 4) налагоджена технічна інфраструктура (система прогнозування та моделювання інфляційних процесів, висока кваліфікація аналітиків і надійна статистична база);
- 5) збалансованість державних фінансів;
- 6) розвинутий фінансовий ринок;
- 7) відповідна структура економіки – вільне ціноутворення, незначний рівень доларизації економіки;
- 8) скоординованість інструментів монетарної та фіскальної політики.

Розглянемо перелічені ознаки детальніше.

1. Незалежність центрального банку. Ефективність реалізації центральним банком монетарної політики залежить від його правового статусу та рівня його функціональної та фінансової незалежності. Заходи грошово-кредитного регулювання не повинні вступати у протиріччя зі стратегічними цілями економічної політики органів державного управління. Тому, для забезпечення макроекономічної стабільності необхідним є формування оптимального механізму взаємодії між органами монетарного та немонетарного регулювання, іншими словами – визначення оптимального ступеня незалежності центрального банку [111, с. 78].

Результати низки наукових досліджень підтверджують необхідність розширення незалежності центрального банку.

По-перше, дослідження вчених Р. Бейда і А. Цукермана [122; 128] підтверджують, що існує зворотний зв'язок між НЦБ та інфляцією на довгострокових проміжках часу. Результати дослідження вищезазначених науковців засвідчують, що більш низькі рівні інфляції спостерігаються в країнах із незалежним центральним банком.

По-друге, науковці В. Грілі, Д. Маскіандаро та ін. [156] показали, що існує негативна кореляція між незалежністю центрального банку і рівнем дефіциту державного бюджету у довгостроковій перспективі. Тобто, нижчий рівень бюджетного дефіциту спостерігається у країнах, де ЦБ має незалежний статус.

По-третє, на основі аналізу макроекономічних показників деяких країн після запровадження таргетування інфляції, ми не спостерігаємо зворотньої залежності між незалежним статусом ЦБ та економічним зростанням. Тобто, обсяг виробництва та зайнятість у довгостроковій перспективі не скорочуються в результаті надання більшої незалежності ЦБ [111, с. 79].

Однією з основних наукових праць, присвячених НЦБ, опублікованих в кінці ХХ ст., є доповідь економіста МВФ Г. Вагнера [166]. Він досліджував проблему НЦБ в контексті аналізу передумов досягнення цінової стабільності в країнах з перехідною економікою. Серед необхідних елементів антиінфляційної політики науковець виділив два – незалежність центрального банку і вибір номінального

якоря грошово-кредитної політики. На думку Вагнера, правова НЦБ без фактичної незалежності (частота зміни керівництва центрального банку) є неефективною. Формально незалежний ЦБ, що знаходиться на нестійких позиціях, ризикує спровокувати зростання цін, і в результаті, може підірвати довіру до грошово-кредитної політики.

Міжнародний валютний фонд (МВФ) використовує такі індикатори незалежності ЦБ:

- пріоритетність цінової стабільності як цілі грошово-кредитної політики;
- незалежність ЦБ у виборі монетарних інструментів;
- відсутність фіскального домінування та зобов'язання ЦБ фінансувати бюджетний дефіцит;
- низький державний борг.

Концепція НЦБ також була детально опрацьована С. Фішером і Дж. Дібеллом [130], котрі у 1994 р. виступили на конференції Федерального Резервного Банку Бостона з доповіддю «Якою має бути незалежність центрального банку?». Вони запропонували таку класифікацію НЦБ.

1) Автономія цілей грошово-кредитної політики – самостійне встановлення центральним банком своїх цілей. Якщо кінцева мета монетарної політики законодавчо не встановлена, то ЦБ повинен мати можливість самостійно встановлювати цілі своєї діяльності;

2) Автономія інструментів грошово-кредитної політики – незалежність центрального банку у виборі монетарних інструментів для досягнення поставлених цілей. Вона передбачає укладення своєрідної угоди між урядом і ЦБ про делегування монетарним органам повноважень щодо прийняття повсякденних рішень у грошово-кредитній сфері.

Враховуючи вищезазначене, передбачається, що центральний банк не має жодних організаційно-правових бар'єрів для здійснення своєї діяльності. Однак, на практиці, незалежність ЦБ обмежується валютно-курсовою політикою та необхідністю координації монетарної та фіскальної політики.

В. Гріллі [156] ввів поняття політичної та економічної незалежності ЦБ. Погоджуємось із науковцем, що політична незалежність визначається ступенем втручання уряду в діяльність ЦБ, насамперед, його участю у призначенні керівництва ЦБ. Економічна незалежність вимірюється такими елементами: можливістю самостійно розробляти свій бюджет і розподіляти отриманий прибуток; участю держави в капіталі і в розподілі прибутку ЦБ; пряме (непряме) фінансування державних витрат центральним банком.

2. Прозорість діяльності та інформаційна відкритість центрального банку. На нашу думку, прозорість (транспарентність) є важливим елементом, який доповнює незалежність центрального банку. Транспарентність передбачає відкритість процесу прийняття рішень органами грошово-кредитного регулювання, роз'яснення причин застосування тих, чи інших монетарних інструментів, своєчасну публікацію всіх статистичних даних і прогнозів, на основі яких центральний банк приймає свої рішення. Прозорість центрального банку істотно впливає на формування очікувань економічних суб'єктів щодо напрямку грошово-кредитної політики, а також на інфляційні очікування громадськості.

Транспарентність повинна досягатися не за рахунок надання максимальної кількості інформації, що насправді може провокувати неадекватну реакцію ринку, а завдяки вивіреним якості самої інформації, інструментів і засобів її подачі для громадськості. Саме тому стратегія комунікації центрального банку стає ключовим моментом у підвищенні ефективності грошово-кредитної політики, в умовах таргетування інфляції [38, с. 21].

Ураховуючи вищезазначене, ми вважаємо, що дотримання конкретних положень «Кодексу належної практики щодо забезпечення прозорості у грошово-кредитній і фінансовій політиці», розробленого МВФ [33], відіграє важливу роль для підвищення прозорості діяльності центрального банку, формування стратегії комунікації, яка найбільше відповідатиме основним вимогам режиму інфляційного таргетування.

Основними положеннями «Кодексу належної практики щодо забезпечення прозорості у грошово-кредитній і фінансовій політиці» є [33]:

– обов'язки центрального банку в умовах таргетування інфляції та його операційна незалежність щодо досягнення інфляційної цілі повинні бути чітко визначені у відповідному законодавстві або нормативному акті;

– центральний банк повинен докласти зусиль з інформування громадськості, пояснення цілей та організаційно-правових засад грошово-кредитної політики;

– у регулярних звітах про грошово-кредитну політику центральні банки повинні формувати періодичні публічні заяви щодо ступеня досягнення цілей грошово-кредитної політики, а також – про перспективи їх досягнення;

– надання центральним банком інформації населенню, форма її подачі, створення відповідної інформаційної служби сприяють збільшенню прозорості і допомагають зробити таргетування інфляції ефективним.

Дослідження В. Гріллі та ін. науковців [156] підтверджують такі економічні вигоди відкритості монетарної політики центрального банку: збільшення добробуту суспільства; зниження невизначеності та асиметрії інформації; підвищення гнучкості реакції на шоки; покращення репутації центрального банку.

3. Довіра до центрального банку з боку суспільства. Необхідною передумовою запровадження режиму ІТ є високий ступінь довіри суспільства до центрального банку.

В економічній літературі найпоширенішими є два визначення терміна «довіра». Відповідно до першого, «довіра» – суб'єктивна ймовірність того, що центральний банк буде жорстко дотримуватися поставлених цілей [152]. Згідно з другим визначенням, «довіра» – різниця між запланованою центральним банком грошово-кредитною політикою і очікуваннями приватного сектора щодо цієї політики [129]. Довіра до центрального банку зростає як зі збільшенням ступеня його незалежності та інформаційної відкритості, так і з систематичним досягненням поставлених цілей грошово-кредитної політики.

На нашу думку, центральний банк, який володіє високою довірою громадськості, у стислі терміни усуває негативні наслідки економічних шоків, ніж ЦБ з низьким рівнем довіри.

М. Камхоф описав, що відбувається у відкритій економіці, коли суспільство не довіряє таргетуванню інфляції і вважає його тимчасовим режимом: «Ігнорування економічними агентами ІТ призводить до появи жорсткості цін, які не реагують на цільові орієнтири, встановлені владою, і, як наслідок, зумовлює перехід до рестрикційної грошово-кредитної політики. У зв'язку з тим, що внутрішні ціни не відповідають на зміни інфляційних орієнтирів, аналітики центрального банку покладаються на динаміку імпорتنих цін, як на ціновий показник внутрішнього ринку. На практиці це виражається у посиленій увазі до валютного курсу. В результаті відбувається дестабілізація таких економічних показників як безробіття і ВВП» [151]. На думку М. Камхофа, режим ІТ з низьким авторитетом монетарної влади проявляє себе гірше, ніж режим таргетування валютного курсу, що не володіє довірою суспільства.

4. Налагоджена технічна інфраструктура. Центральний банк при використанні інфляційного таргетування повинен володіти достовірними науково-обґрунтованими даними для ефективного прогнозування інфляції. Відсутність надійної статистичної інформації перешкоджає визначенню оптимального рівня інфляції. Також, важливе значення має забезпечення відповідних умов для підвищення кваліфікації працівників центрального банку, які готують статистичні матеріали.

5. Збалансованість державних фінансів. При постійному дисбалансі державних фінансів бюджетно-податкова політика має суттєвий вплив на грошово-кредитну. За умов фіскального домінування, уряд може використовувати дешеві довгострокові кредити від центрального банку для фінансування дефіциту бюджету. У результаті, відбувається неконтрольоване зростання грошової маси, і центральний банк втрачає здатність підтримувати цінову стабільність.

6. Розвинений фінансовий ринок. Низький рівень розвитку фінансового ринку ускладнює, як діяльність ЦБ у проведенні грошово-кредитної політики (неможливість ефективного проведення операцій на відкритому ринку), так і комерційних банків, як фінансових посередників в операціях з цінними паперами. Низька ліквідність ринку цінних паперів зумовлює уповільнення процесу

ціноутворення на ньому. На дії монетарної політики інвестори можуть реагувати зі значним часовим лагом, що пов'язане з високими трансакційними витратами і неможливістю швидкого виходу з ринку без значних фінансових втрат [107, с. 526].

Недостатня ліквідність фондового ринку зменшує дієвість грошово-кредитної політики, позбавляє центральний банк інструментів регулювання грошово-кредитного ринку за допомогою операцій на відкритому ринку. Нерозвиненість ринку цінних паперів звужує можливості суб'єктів щодо альтернативних напрямів розміщення та перерозподілу вільних ресурсів, обмежуючи їх депозитним, валютним та ринком нерухомості, створюючи при цьому цінові та структурні дисбаланси на окремих ринках [47].

Можна сказати, якщо країна не має розвинутого фінансового ринку, то у центрального банку відсутні канали реалізації інфляційного таргетування.

7. Найбільш проблемним, на нашу думку, є забезпечення відповідної структури економіки – вільне ціноутворення, незначний рівень доларизації. Фактором, який ускладнює побудову інфляційного прогнозу, є наявність регульованих цін і тарифів, динаміка яких не піддається макроекономічному моделюванню. Регульовані ціни впливають на індекс інфляції як прямо, коли входять до його складу, так і опосередковано, коли не включаються в індекс, проте впливають на ціни товарів, які в цей індекс входять. Наприклад, тарифи на електроенергію, зростання яких обмежує уряд, є досить суттєвими витратами для виробництва значної кількості товарів, і складають велику частку в їх ціні.

Високий рівень доларизації економіки знижує дієвість грошово-кредитної політики через те, що:

- суттєво впливає на темпи інфляції, оскільки долар США бере участь у процесі обігу, ціноутворення та заощаження;
- послаблює ефективність відсоткової ставки як інструмента регулювання грошової пропозиції;
- ускладнює прогнозування наслідків застосування інструментів грошово-кредитного регулювання;

– зумовлює суттєве зростання вразливості банківської системи, корпоративного сектора і держави перед валютними ризиками.

8. Скоординованість інструментів монетарної та фіскальної політики. Необхідність координації грошово-кредитної та фіскальної політики зумовлена: їх взаємним впливом, співіснуванням у часі, наявністю квазіфіскальних функцій центрального банку [101, с. 39].

Інтереси фіскальної і грошово-кредитної політики перетинаються на фінансовому ринку. Дії чи інструменти регулювання однієї можуть впливати на реалізацію іншої, тому для ефективного функціонування фінансової системи необхідно узгоджувати дію цих механізмів. Координація дій уряду та центрального банку сприяє досягненню поставлених цілей найбільш ефективним способом, а також забезпечує спільну відповідальність фіскальних і монетарних структур за кінцеві показники [6, с. 55].

Відсутність узгодженості в діях уряду та центрального банку може спричинити підвищення процентних ставок, коливання обмінного курсу, різке зростання інфляції. Соціально орієнтована бюджетна політика нівелює результати стримувальної монетарної політики, спрямованої на зниження рівня інфляції. Окрім цього, відсутність довіри в суспільстві до спільних заходів ЦБ та уряду, що зумовлена попереднім проведенням неузгоджених дій, знижує ефективність грошово-кредитної політики. Важливим моментом для уряду і ЦБ є формування довіри з боку економічних агентів. Монетарна політика може ефективно впливати на їхні очікування лише в тому випадку, коли державні фінанси не створюють умов для виникнення дестабілізуючих процесів. Водночас, що меншою є довіра до монетарної політики, то складнішим є проведення фіскальної, оскільки відсоткова ставка, при залученні ресурсів для фінансування державного боргу може бути вищою, ніж за інших обставин [101, с. 39].

Основна сфера взаємодії уряду та центрального банку – фінансування бюджетного дефіциту та грошово-кредитна політика (узгодження цільового показника інфляції, удосконалення валютно-курсового менеджменту тощо). Монетарна політика впливає на здатність уряду фінансувати бюджетний дефіцит

через зміну вартості обслуговування боргу, шляхом обмеження або розширення використання можливих джерел фінансування. Водночас, обрана урядом стратегія покриття державного дефіциту обмежує операційну незалежність монетарної влади. Вплив бюджетного дефіциту на рівень інфляції залежить не тільки від його розміру, але й від способу його фінансування [101, с. 40].

Ми погоджуємося з думкою більшості науковців, що наявність усіх вище зазначених, умов є гіпотетичним ідеальним середовищем для ІТ, в якому ця модель працює найкраще. На практиці ж, жодна країна на момент запровадження інфляційного таргетування не виконувала цих вимог повністю.

Серед проаналізованих країн, тільки Канада була добре підготовлена до запровадження повноцінного ІТ. В інших – лише деякі, з так званих попередніх умов, були виконані, але більшість із них були досягнуті поступово упродовж тривалого часу після прийняття ІТ (табл. 1.2.).

Таблиця 1.2

Головні умови успішного запровадження ІТ, які були дотримані на момент введення режиму

Умови	Країни, що їх виконували
Інструментальна незалежність ЦБ	Канада, Чилі, Чехія, Угорщина, Ізраїль, Польща, Румунія, Туреччина
Добре розвинений фінансовий ринок	Канада та Чилі (добре розвинутий), Чехія, Угорщина, Ізраїль (відносно добре розвинутий), Туреччина, Польща та Румунія (менше розвинутий)
Стабільна фінансова система	Канада, Чилі, Угорщина, Ізраїль, Польща, Румунія, Туреччина
Моделювання/прогнозування потенціалу розвитку інфляції	Канада (добре розвинене), у решти країн – розвивалося й удосконалювалося з плином часу
Добре зрозумілий трансмісійний механізм	Відносно добре – в Канаді (хоча із прогалинами); із значними зусиллями – в Чилі, Чехії, Угорщині, Ізраїлі, Польщі, Румунії, Туреччині
Співпраця з урядом у визначенні цільового показника інфляції	Норвегія, ПАР, Великобританія (уряд встановлював мету); Нова Зеландія, Канада, Ізраїль, Чехія, Бразилія, Туреччина (спільно уряд і ЦБ); Швеція, Польща, Мексика, Угорщина, Перу, Колумбія (ЦБ)
Відсутність фіскального домінування (обмеженість/заборона прямого кредитування уряду центральним банком)	Канада, Чилі, Чехія, Угорщина, Ізраїль, Польща, Румунія, Туреччина

Джерело: складено автором на основі [4, с. 26; 135; 138]

За результатами нашого дослідження, у більшості країн низка ключових елементів інфляційного таргетування були присутні з моменту його запровадження. Так, стабільність цін була основною метою грошово-кредитної політики, навіть якщо були інші цілі; більшість центральних банків мали інструментальну незалежність; уряду був заборонений або обмежений доступ до фінансування центральним банком; здійснювалося ефективне управління короткостроковими процентними ставками; спостерігалася стабільність фінансових ринків. Однак, для більшості країн характерними були: відсутність моделювання і прогнозування рівня інфляції; обмежена інформація для оцінки її динаміки; недосконалість трансмісійного механізму (ТМ). Деякі країни дотримувались подвійного номінального якоря (обмінний курс та інфляція), залишивши його лише поступово (в Польщі валютний коридор був усунутий досить швидко, а, наприклад, в Ізраїлі та Угорщині – через 5 і 7 років відповідно після прийняття ІТ) [4, с. 25-26].

Той факт, що жодна з країн, розпочинаючи таргетування інфляції, не мала ідеальних передумов, засвідчує, що неспроможність їх виконати повною мірою не є перешкодою для запровадження і ефективного функціонування ІТ.

Аналіз, проведений МВФ, показує, що нові ринкові економіки, на момент запровадження ІТ, виконували вимоги щодо технічної інфраструктури на 29%, стійкості фінансової системи – на 41%, інституційної незалежності – на 59% і економічної структури, куди входить вплив обмінного курсу на інфляцію і рівень доларизації, – на 36% [132].

Досвід країн також засвідчує, що виконання цих вимог менш важливе в момент переходу до таргетування інфляції, ніж після того, як воно вже запроваджене.

У багатьох випадках наближення країн до названих передумов відбувалося вже після, а не – перед запровадженням таргетування інфляції. Дослідження, проведене Н. Батіні [123], показало, що всі країни, де діє ІТ, мали далекі від ідеальних передумови на момент його запровадження, проте, згодом в усіх відбулося покращення інституційного середовища.

Після досягнення позитивних результатів країнами, які перейшли до режиму таргетування інфляції, в економічній літературі почала переважати більш нейтральна точка зору. Наприклад, А. Камара стверджує, що не існує абсолютно жорстких умов, виконання яких є необхідним для запровадження режиму інфляційного таргетування [148]. Тобто, невиконання деяких з вищезазначених умов не повинно ставати перешкодою для переходу до ІТ.

Зауважимо, що більшість цих умов стосуються не тільки режиму ІТ, а й будь-якого монетарного режиму. Окрім цього, практика імплементації ІТ підтверджує необов'язковість виконання всіх технічних умов до його запровадження, а важливість постійного удосконалення цих умов після переходу до режиму інфляційного таргетування.

Варто зазначити, що розвинуті країни досягли кращих результатів після імплементації режиму таргетування інфляції, ніж країни, що розвиваються. Результати досліджень науковців С. Роджера і М. Стоуна засвідчують, що країни, які розвиваються, і країни з перехідною економікою не досягали оголошених показників в 50% випадків, тоді як економічно розвинуті – лише в 33% випадків [157]. На підставі цього, можна зробити висновок про те, що частіше невиконання оголошених цілей характерне насамперед для тих країн, які прагнуть значного зниження інфляції, а не для тих, у кого цільові орієнтири змінюються незначно. Окрім цього, С. Роджер і М. Стоун у вищезгаданому науковому дослідженні доводять, що волатильність інфляції в тих країнах, які після введення інфляційного таргетування її знижують, зменшується вдвічі упродовж 3-х років.

МВФ виділяє низку ситуацій, за яких перехід до режиму таргетування інфляції є небажаним [146]:

1. У деяких малих відкритих економіках, з низьким рівнем доходу на одну особу, з недостатньо розвинутою фінансовою системою можливості ЦБ з реалізації режиму таргетування інфляції практично відсутні.

2. У деяких малих відкритих економіках, де зарплати і ціни практично повністю визначаються зовнішніми цінами та обмінним курсом, режим

інфляційного таргетування не матиме переваг, порівняно з режимом фіксованого обмінного курсу.

3. У країнах, де поточний рівень інфляції перевищує 10%, оголошення цілей інфляції здатне знизити інфляційні очікування, однак ЦБ може мати значні репутаційні втрати, тому що такі цілі з великою ймовірністю не будуть виконуватися, до того ж, якщо ця ситуація буде повторюватися кілька разів поспіль, інфляційні очікування можуть знову зрости.

4. Перехід до режиму таргетування інфляції може бути недоцільним, якщо він не супроводжується достатньою політичною підтримкою.

5. ІТ не варто запроваджувати тоді, коли керівники ЦБ країни не готові підпорядковувати інші цілі інфляційній меті.

На нашу думку, ІТ є досить гнучким режимом грошово-кредитної політики, який може бути адаптований до особливих потреб країн, що розвиваються.

Науковці Г. Кальво і Ф. Мишкін виділяють 5 найважливіших негативних факторів, які перешкоджають успішному запровадженню ІТ в країнах, що розвиваються [126]:

- неякісний фінансовий менеджмент публічного сектора;
- нерозвинутий фінансовий ринок;
- низький рівень довіри економічних агентів до грошово-кредитної політики;
- значна доларизація економіки;
- висока чутливість економіки до динаміки міжнародних потоків капіталу.

На нашу думку, до вищезазначеного переліку факторів, характерних для країн, що розвиваються, можна також додати відсутність надійної статистики і значну невизначеність щодо структури передавального механізму грошово-кредитної політики. Застосування режиму інфляційного таргетування в таких умовах ускладнюється, що призводить до більшої волатильності інфляції.

Проте, ми погоджуємося з думкою вітчизняних науковців А. Гриценка, Т. Кричевської, О. Петрика [23, с. 53-54], що таргетування інфляції може сприяти вирішенню проблем, перелічених вище, які перешкоджають успішному запровадженню ІТ в країнах, що розвиваються, оскільки:

1) ІТ допомагає виявити і оприлюднити для населення наявність проблеми фіскального тиску на діяльність центрального банку, що перешкоджає досягненню інфляційного таргету;

2) Доларизація фінансової системи збільшує важливість обмінного курсу в механізмі монетарної трансмісії, проте вона є феноменом, ендеогенним до режиму монетарної політики, тому успішна і така, що користується довірою, політика дезінфляції, як правило, зменшує доларизацію;

3) Стосовно проблеми високої чутливості економіки до динаміки міжнародних потоків капіталу, в умовах таргетування інфляції, існують різні міркування. Центральні банки деяких країн (Чилі, Ізраїль, Польща, Угорщина) поєднували ІТ з діапазоном допустимих коливань обмінного курсу або застосовували поступовий перехід від прив'язки обмінного курсу до ІТ, на основі керованого плавання та неформального інфляційного таргету. Такий підхід може застосовуватися центральним банком тривалий час і дати йому можливість краще підготуватися до таргетування інфляції. Проте, у певний момент, монетарні органи будуть змушені зробити вибір між обмінним курсом і інфляцією.

Отже, загалом, досвід країн, які перейшли до режиму таргетування інфляції засвідчує, що проблеми, наявні в економіці країни на момент запровадження ІТ, можуть бути усунені у достатньо короткий термін, але, при цьому, важливу роль відіграє політична підтримка запровадження режиму ІТ.

1.3. Реалізація грошово-кредитної політики в умовах таргетування інфляції

Технологія проведення монетарної політики в умовах інфляційного таргетування базується на двох основних принципах. Перший – це прогноз того, як розвиватиметься інфляційний процес за припущення, що грошово-кредитна політика не буде змінюватись. Другий – прогноз щодо того, якою буде майбутня інфляція та інші макроекономічні показники, якщо змінити зараз монетарну політику. Передусім, необхідно зазначити, що наслідки дій інструментів грошово-

кредитної політики проявляються із певним лагом, тому середньостроковий прогноз макроекономічного розвитку, зокрема інфляції, має важливе значення. Оскільки, за режиму інфляційного таргетування відхилення прогнозного значення інфляції від цільового показника виступає як проміжна ціль, тому якість прогнозу стає ключовою ланкою ефективності грошово-кредитної політики [23, с. 54-55]. Тож, ефективна система аналізу та прогнозування є однією із найважливіших передумов успішного переходу центральних банків від режиму таргетування обмінного курсу до режиму інфляційного таргетування.

Центральні банки, що застосовують ІТ, таргетують також інфляційні очікування, які виступають своєрідною зв'язною ланкою між операційними орієнтирами і кінцевою метою грошово-кредитної політики. На очікування економічних агентів впливає не лише офіційно проголошений таргет інфляції, а також її прогнози, які зазначаються центральним банком в періодичних звітах для громадськості. Процес прогнозування монетарними органами є «чорною скринькою» для населення і пов'язаний з використанням низки складних макроекономічних моделей. Якщо економічні агенти довіряють центральному банку, навіть непередбачені зовнішні та внутрішні шоки, які не були враховані центральним банком у процесі прогнозування, можуть бути нівельовані впливом оптимістичних інфляційних очікувань. Тобто, на очікування економічних агентів впливають як фактична зміна напрямів грошово-кредитної політики, так і просто повідомлення про майбутні наміри центрального банку.

Якщо інфляційний прогноз перевищує цільовий рівень інфляції, то центральному банку необхідно підвищити процентну ставку, і навпаки, якщо інфляційний прогноз нижчий за цільовий рівень інфляції, то центральному банку необхідно знизити процентну ставку. Правило прийняття подібних рішень можна представити у наступному вигляді [37, с. 94-95]:

$$i_t - i_{t-1} = \lambda(\pi_{t+1}^{fst} - \pi^*), \quad (1.1)$$

де i_t – номінальна процентна ставка, π_{t+1}^{fst} – інфляційний прогноз, який здійснюється в період t на період $t+1$, π^* – цільовий рівень інфляції.

Однак, незважаючи на простоту цього правила, вся складність полягає у невизначеності щодо показника λ , який також є продуктом макроекономічних моделей та експертної думки, окрім цього, він може змінюватися залежно від часу і конкретної ситуації в економіці. У даний час, для розвинутих і низки країн, що розвиваються, стало загальною практикою змінювати ставки рефінансування в діапазоні – 0,25%. Таким чином, монетарні органи починають змінювати ставки тільки у разі суттєвих відхилень прогнозних темпів інфляції від цільових. Здійснювати це при незначних відхиленнях небажано, оскільки витрати, пов'язані зі збільшенням волатильності процентних ставок, перевищать вигоди. Вважається, що зміна ставок на значну величину (більше 0,5 %) є небажаною, адже економічним агентам важко без суттєвих витрат пристосуватися до різкої зміни умов [37, с. 95].

Важливою умовою переходу до режиму інфляційного таргетування є наявність у центрального банку чіткого бачення, як грошово-кредитна політика впливає на реальний сектор економіки. Завдяки цьому можна визначити, який інструментарій доцільніше застосувати в тій чи іншій ситуації, з яким часовим лагом заходи ЦБ позначаються на макроекономічних показниках і наскільки вони будуть ефективними. У країнах, що розвиваються, вплив монетарної політики на економіку характеризується більшою невизначеністю, що пов'язано із перманентними інституційними та структурними змінами. В умовах сьогодення, коли необхідно одночасно вирішувати досить складні, і, певною мірою, суперечливі проблеми, такі як: стримування інфляції, збільшення обсягів виробництва, зменшення рівня безробіття, розуміння дії трансмісійного механізму монетарної політики, аналіз факторів, які знижують його ефективність, є досить важливим як з теоретичного, так і з практичного погляду [8, с. 106].

Трансмісійний механізм – це сукупність каналів, за якими монетарні заходи центрального банку впливають на основні макроекономічні змінні: ВВП, зайнятість, інфляцію. Передавальний механізм відображає характер взаємозв'язку фінансового і реального секторів економіки країни, дозволяє виявити найдієвіші важелі грошово-кредитного регулювання. У процесі монетарної трансмісії імпульси від ЦБ до реального сектора економіки проходять не миттєво, а з певним часовим лагом та

зворотніми ефектами. Центральний банк, використовуючи свої інструменти, зокрема, встановлюючи обов'язкові нормативи для комерційних банків, впливає на пропозицію грошей, що зумовлює зміну ринкових відсоткових ставок, валютного курсу, умов кредитування тощо. Своєю чергою, ці зміни впливають на фінансовий ринок країни, а через нього – на прийняття економічними агентами рішень щодо виробництва, заощаджень, споживання, інвестицій та, в кінцевому підсумку, на обсяг ВВП [8, с. 107].

Механізм трансмісії схематично представлено на рис. 1.2.

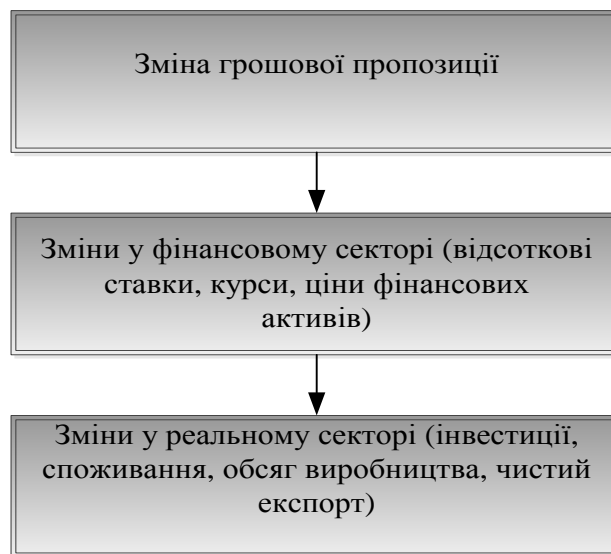


Рис. 1.2 Схема механізму монетарної трансмісії

Джерело: розроблено автором

Дія механізму монетарної трансмісії на першому етапі (вплив на фінансовий сектор) полягає в сукупному впливі інструментів ГКП на процентні ставки за кредитами й депозитами, на ринку цінних паперів, валютний курс, що позначається на обсягах депозитів і кредитів. Унаслідок зміни ставок за кредитами і депозитами змінюється дохід позичальників і кредиторів, а також – схильність до споживання і заощадження. Змінюється вартість фінансового багатства індивідів, у результаті зміни цін активів [100, с. 204-205].

Дія механізму монетарної трансмісії на другому етапі (вплив на реальний сектор) полягає в наступному: зміни у фінансовому секторі впливають на витрати

суб'єктів господарювання та на сукупний попит, відбувається коригування обсягів споживання, заощаджень, виробництва.

На практиці процес передачі імпульсів від рішень центрального банку з монетарної політики до суб'єктів ринку відбувається за допомогою каналів трансмісійного механізму, до яких більшість науковців відносять: грошовий, процентний, валютний та кредитний канали. Однак, останнім часом, до системи каналів також включають: канал цін активів і канал очікувань, що обумовлено змінами в структурі трансмісійного механізму та використанням нестандартних монетарних інструментів, зокрема, програм кредитного та кількісного пом'якшення (цит. за [48, с. 423]).

Найважливішим рішенням, яке приймає в умовах таргетування інфляції центральний банк, є рішення щодо ключової процентної ставки. Передавальний механізм монетарної політики центрального банку, за режиму IT, полягає у впливі змін рівня офіційних процентних ставок на рівень ставок на грошовому ринку, на вартість активів, на поведінку домогосподарств і фірм у процесі прийняття рішень щодо заощадження та інвестування, а отже, – на зміну в сукупному попиті та рівні цін (рис. 1.3).

Для індустріальних економік проміжок часу, який проходить від застосування інструментів монетарної політики до повного впливу на реальний сектор економіки, становить один рік. А проміжок часу, за який досягається повний вплив зміни інструментарію монетарної політики на інфляцію, становить, у середньому, два роки.

В процесі аналізу трансмісійного механізму країн, що розвивається, необхідно враховувати вплив низки факторів. По-перше, у цих країнах ТМ розвивається в умовах безперервної зміни поведінки економічних суб'єктів, постійної інституційно-технологічної розбудови. По-друге, на ТМ впливають як внутрішні, так і зовнішні чинники, які знаходяться поза межами впливу центрального банку, і, які повинні враховуватися регулятором в процесі реалізації монетарної політики [113, с. 278-279].

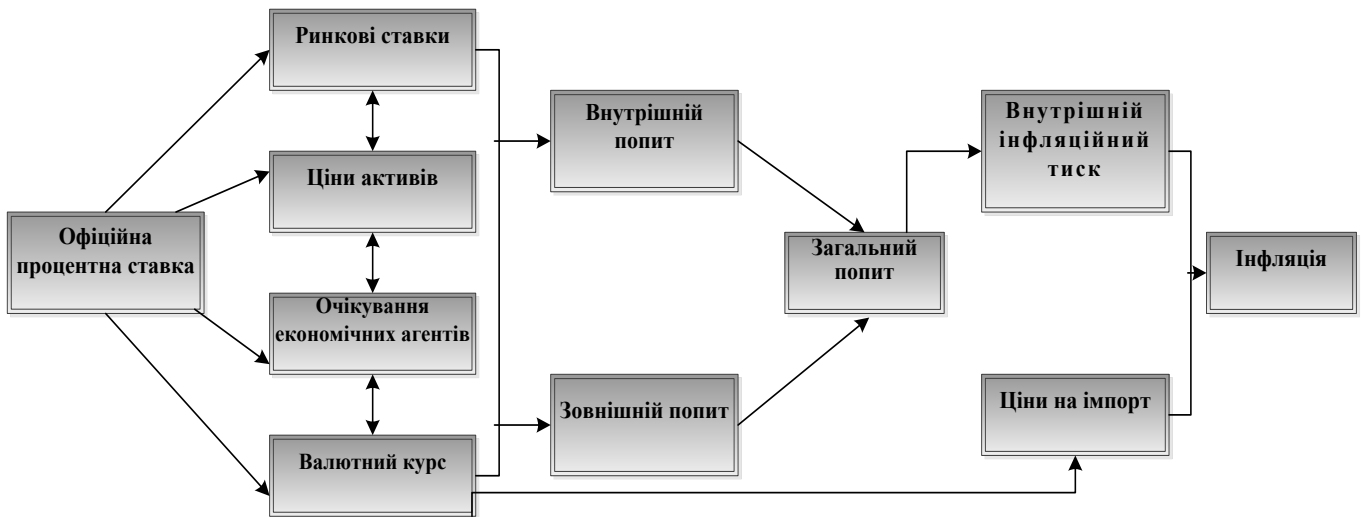


Рис. 1.3 Трансмiсійний механiзм монетарної полiтики в умовах iнфляцiйного таргетування

Джерело: побудовано автором на основі [66]

Основними інструментами грошово-кредитної політики країн з режимом ІТ є інструменти постійної дії (кредити овернайт, депозити овернайт), які служать для формування коридору процентних ставок на грошовому ринку; операції на відкритому ринку (ОВР); нормативи обов'язкового резервування.

Проаналізувавши зарубіжний досвід проведення ГКП, ми зробили висновок, що операційні процедури ІТ реалізуються за допомогою активного і пасивного підходів. Пасивний означає, що ЦБ очікує ініціативи від комерційних банків для проведення операцій постійної дії. Активний підхід полягає у тому, що ЦБ за допомогою депозитних і кредитних операцій овернайт активно формує кон'юнктуру грошово-кредитного ринку, не чекаючи ініціативи банків [112, с. 345-346].

Дослідивши особливості ГКП країн, які імплементували інфляційне таргетування, ми визначили, що пасивний підхід включає три інструменти:

1. Вузкий коридор процентних ставок на міжбанківському ринку.
2. Нерегулярні операції на відкритому ринку (РЕПО).
3. Використання нормативів обов'язкового резервування для регулювання ліквідності.

Активний підхід передбачає:

1. Широкий коридор процентних ставок чи його відсутність.

2. Регулярні операції на відкритому ринку (РЕПО).
3. Мінімальне використання (відсутність) обов'язкових резервних вимог.

Враховуючи вищезазначене, робимо висновок, що головною особливістю останнього підходу є активне застосування операцій на відкритому ринку, які стають основним інструментом ЦБ. Депозитні та кредитні операції овернайт виконують роль «охоронного інструменту» і не використовуються щодня, як при пасивному підході.

Відправною точкою у формуванні процентних ставок, формуванні ринкової ціни грошей є процентні ставки овернайт міжбанківського ринку. У кінці операційного дня дефіцити і надлишки вільних коштів за результатами розрахунків між банками, усуваються за допомогою міжбанківського ринку овернайт. Вплив ставки овернайт на інші процентні ставки пояснюється тим, що банк може надати кредит позичальнику за рахунок отриманого на міжбанківському ринку кредиту овернайт. Банківська установа, що має вільні кошти, може обирати між наданням їх у кредит на ринку овернайт іншому банку, придбанням цінних паперів чи наданням нефінансовому сектору на триваліший термін. Таким чином, очікування щодо динаміки ставки овернайт упродовж строку до погашення цінного паперу впливатиме на його ціну, а, отже, і процентну ставку [23, с. 57-58].

У світовій практиці можна виокремити два основні підходи до управління короткостроковою ринковою процентною ставкою:

- одностороння система операцій постійної дії;
- симетричний процентний коридор.

Одностороння система операцій постійної дії полягає в тому, що банківський сектор систематично звертається до однієї і тієї ж операції постійної дії (деPOSITної чи кредитної операції ЦБ) залежно від ліквідної позиції банківського сектору. В умовах дефіциту ліквідності банківські установи звертаються до ЦБ за кредитними операціями. Ставка за цими операціями визначає верхній рівень процентної ставки грошово-кредитного ринку. В умовах надлишку ліквідності банківського сектору ЦБ застосовує політику депозитної операції постійної дії, у світовій практиці добре відомої, як система нижньої межі процентного коридору.

У більшості країн з режимом, що базується на цінній стабільності, спостерігаємо симетричний процентний коридор. Регулятор встановлює коридор процентних ставок таким чином, що ставка за його депозитами формує нижню межу ставок міжбанківського ринку, а ставка за кредитами – верхню межу. Найчастіше коридор формують ставки за депозитами та кредитами овернайт. Процентний коридор застосовують центральні банки Канади, Австралії, Нової Зеландії, Ісландії, Швеції, Великобританії [165, с. 88].

Серед центральних банків країн, що розвиваються (Угорщина, Чилі, Бразилія, Таїланд та ін.) теж застосовується коридор процентних ставок.

Вважаємо за доцільне виділити основні аргументи на користь процентного коридору [165, с. 88]:

1. Автоматичний характер операцій центрального банку на грошовому ринку. Оскільки ініціаторами операцій є банки, не виникає ризику, що ринок побачить у щоденних операціях центрального банку певний сигнал.

2. Відсутність потреби щоденного прийняття рішень центральним банком щодо структури і суми операцій, які найбільше відповідатимуть досягненню цільової процентної ставки.

До того ж, необхідно взяти до уваги, що коридор процентних ставок має істотний недолік, – ЦБ повинен досить точно прогнозувати ліквідність у банківській системі. Якщо ЦБ помилково оцінить майбутню зміну ліквідності, він невірно встановить межі процентного коридору і, в результаті, займе надлишкову активність позичальника або кредитора.

Деякі науковці [162] вважають, що система процентного коридору викликає надлишкову волатильність ринкової ставки. Центральний банк не зацікавлений у зайвих коливаннях, оскільки вони можуть спричинити викривлення часової структури довгострокових процентних ставок. Щоб уникнути помилок, надмірних маніпуляцій на грошовому ринку науковці Європейського центрального банку радять розширювати коридор процентних ставок. Однак, його розширення призводить до втрати ефективності. І все ж, у світовій науці дискусія про переваги та недоліки процентного коридору закінчилася на його користь [158].

Як зазначалося вище, для пасивного підходу характерний більш вузький коридор процентних ставок на міжбанківському ринку, що дозволяє центральному банку повністю регулювати міжбанківський ринок. Центральні банки, що дотримуються пасивного підходу, встановлюють ширину коридору не більше 2%, а, наприклад, в Новій Зеландії, Канаді, Великобританії, Австралії, Чилі, Таїланді – 0,5%.

Пасивний підхід, в основному, застосовують розвинуті країни. На нашу думку, він небезпечний тим, що стимулює безвідповідальну поведінку банків. Вони починають меншу увагу приділяти управлінню власною ліквідністю, покладаючись на допомогу центрального банку.

Зміна офіційної ставки миттєво передається до інших короткострокових ставок грошового ринку. Досить швидко банки після цього коригують свої базові ставки кредитування, як правило, на величину зміни офіційної ставки. Це швидко впливає на процентні ставки за кредитами зі змінними ставками. Змінюються банківські ставки за депозитними і кредитами. Якщо ринок очікує, що підвищення процентних ставок збережеться упродовж тривалого часу, – довгострокові ставки зростають.

Як показують результати низки досліджень, дія процентного каналу монетарної трансмісії не обов'язково опосередковується зміною офіційної процентної ставки. Ставки грошового ринку можуть змінюватися також як реакція на заяви керівництва центрального банку про майбутню позицію монетарної політики [163].

Якщо центральний банк застосовує пасивний підхід, то операції РЕПО на відкритому ринку виконують роль інструменту тонкого налаштування. Якщо центральний банк віддає перевагу активному формуванню кон'юнктури грошово-кредитного ринку (активний підхід), ОВР можуть проводитися щодня, і навіть кілька разів на добу.

Проаналізувавши ГКП країн, які застосовують ІТ, ми визначили дві основні функції, які здійснюють в цих умовах операції на відкритому ринку. По-перше, це – регулювання процентних ставок на грошовому ринку, тобто процентні ставки

виступають імпліцитним сигнальним орієнтиром, який використовується для досягнення цінової стабільності в середньостроковій перспективі. По-друге, – підтримання ефективного функціонування фінансового ринку [106, с. 160].

Операції на відкритому ринку є одним із найбільш оперативних і гнучких інструментів грошово-кредитної політики центральних банків, які застосовують режим інфляційного таргетування. Особливості проведення операцій на відкритому ринку в різних країнах багато в чому залежать від рівня розвитку ринку державних цінних паперів або ринку облігацій центрального банку. ОВР у світовій практиці визнано найбільш дієвим серед інших інструментів грошово-кредитного регулювання через високий рівень контрольованості та відсутність значного часового лагу при його застосуванні.

В цілому найпоширенішими ОВР, які здійснюють зарубіжні центральні банки, є депозитні та кредитні операції РЕПО, які використовують для регулювання поточної ліквідності банківського сектора. Операції РЕПО є зручним інструментом, який дає змогу впливати на короткострокові процентні ставки. Однак, не у всіх країнах, що застосовують ІТ, вони є наймасштабнішими за обсягами проведення, але відсоткова ставка за ними дорівнює, або наближена до основної ставки центрального банку. В умовах ІТ немає усталеного механізму проведення операцій на відкритому ринку, а вибір типу операції залежить від рівня розвитку національної економіки та ефективності монетарної трансмісії. Друге місце за поширеністю займає емісія цінних паперів центрального банку (рис. 1.4). Наприклад, у Польщі наймасштабнішими за обсягами є операції із випуску векселів Національного банку Польщі. Вони проводяться на регулярній основі, а ставка за ними є ключовою ставкою Національного банку Польщі.

Як видно з рис. 1.4 лідером серед монетарних інструментів є пряме РЕПО, яке використовують майже всі центральні банки для регулювання ліквідності.

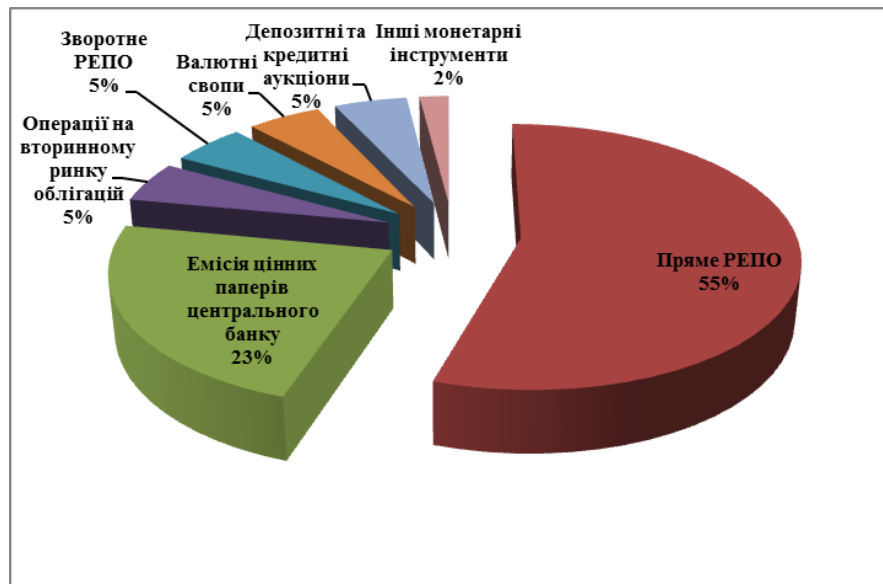


Рис. 1.4 Монетарні інструменти центральних банків з режимом ІТ*

*Аналіз проведено серед країн, що розвиваються і застосовують режим ІТ

Джерело: побудовано автором на основі [144]

Вважаємо за доцільне виділити такі переваги операцій на відкритому ринку:

- 1) центральний банк контролює обсяг і умови проведення цих операцій;
- 2) точність і гнучкість ОВР дозволяє змінити банківські резерви на будь-яку величину;
- 3) ці операції легко піддаються коригуванню, тобто будь-яка помилка може бути виправлена шляхом проведення операції протилежної дії.

Об'єктами операцій на відкритому ринку виступають короткострокові боргові цінні папери, оскільки вони володіють більшою ліквідністю і меншим кредитним ризиком порівняно з довгостроковими. У країнах, що розвиваються, ринки боргових цінних паперів характеризуються: низькою ліквідністю, вузьким асортиментом інструментів, що зумовлює труднощі у виборі забезпечення. Найчастіше у країнах, що розвиваються, центральні банки приймають в якості забезпечення короткострокові зобов'язання уряду, а в разі їх дефіциту – цінні папери, випущені центральним банком.

Одним із головних інструментів монетарної політики центральних банків, які застосовують режим ІТ, є встановлення вимог щодо обсягів мінімальних резервів кредитних установ, які зберігають на депозитних рахунках у ЦБ.

Особливістю мінімальних резервних вимог є примусове вилучення центральним банком частини вільних ресурсів кредитних установ. Такий директивний характер обов'язкових резервів наближує їх до інструментів прямої дії. Тому, науковці часто критикують доцільність їх використання в сучасному грошово-кредитному регулюванні [105, с. 276].

Мінімальні резервні вимоги виконують такі функції [105, с. 276]:

1. Регулювання ліквідності комерційних банків, залежно від економічної ситуації.

2. Регулювання обсягу грошової маси в країні. За допомогою зміни норми резервування ЦБ контролює масштаби активних операцій комерційних банків (в основному, обсяги наданих ними кредитів).

Перевагою цього інструменту є те, що він однаково впливає на всі банки, змінюючи пропозицію грошей негайно, але він має і значні недоліки [105, с. 277]:

1. Підвищення норми обов'язкового резервування може порушити стан ліквідності невеликих банків, погіршити їх становище на ринку. А її часті зміни можуть взагалі паралізувати діяльність окремих фінансово-кредитних установ.

2. Банківські резерви, перебуваючи на рахунках у ЦБ, в більшості випадків не приносять доходу і розглядаються, як своєрідний додатковий податок на кредитні установи.

3. Неможливо передбачити масштаби впливу зміни норми резервування на грошову масу через їх подвійну дію: вплив на зміну обсягів надлишкових резервів банків та значення грошового мультиплікатора.

Можна виокремити три моделі механізму обов'язкового резервування центральних банків, які застосовують інфляційне таргетування.

1. Нормативи обов'язкового резервування відсутні, або дорівнюють нулю. У країнах, де фінансовий ринок високорозвинутий, від обов'язкових резервів повністю відмовилися. Вони відсутні в Австралії, Великобританії, Канаді, Новій Зеландії, Норвегії та Швеції. Пояснюється це тим, що застосування цього монетарного інструменту є неефективним, через те, що на розвинутих фінансових ринках банки, завдяки фінансовим нововведенням можуть їх легко обходити.

2. Мінімальне використання нормативів обов'язкового резервування. Деякі країни (Угорщина, Ізраїль, Індонезія, Ісландія, Польща, Чехія) застосовують обов'язкові резерви виключно, як резервний інструмент грошово-кредитної політики. Як правило, у цих країнах, норматив обов'язкових резервів коливається навколо 2% і рідко коли перевищує 10%.

3. Активне застосування нормативів обов'язкового резервування. У країнах, що розвиваються, обов'язкові резерви активно використовуються центральним банком. Їх застосовують для стримування припливу іноземного капіталу в країну. З цією метою центральний банк встановлює завищені нормативи за зобов'язаннями в іноземній валюті. Проблема стримування припливу короткострокового капіталу періодично стає актуальною для Угорщини, Ізраїлю, Бразилії, Таїланду, Індонезії та Сербії. Наприклад, у Сербії норматив обов'язкових резервів, за зобов'язаннями в іноземній валюті, досягає 50% (табл. 1.3). Також, центральні банки країн, що розвиваються, застосовують цей монетарний інструмент для стримування кредитного буму, який, як правило, пов'язаний з припливом іноземного капіталу.

Мінімальні резервні вимоги в країнах з режимом ІТ виконують функцію стабілізації процентних ставок на грошовому ринку завдяки механізму усереднення¹.

Період, упродовж якого банки зобов'язані зберігати резерви, в основному, рівний 1 місяцю (табл. 1.3). Виняток становлять: Бразилія, Таїланд, Південна Корея, Колумбія, Туреччина, де цей період дорівнює двом тижням. У зв'язку із тим, що для розрахунку бази резервування потрібен час, між періодом підтримки резервів і періодом, за який резерви розраховуються, існує лаг. В середньому він може сягати від кількох днів (Польща, Чехія) до двох тижнів.

¹ Механізм усереднення: кредитні установи можуть мати дефіцит резервів упродовж звітного періоду для того, щоб надавати міжбанківські кредити, коли ставка овернайт є вищою за ставку, що нараховується на резервні вимоги. І навпаки, кредитні установи зберігають гроші в резерві, коли ставка овернайт нижча за винагороду за обов'язковими резервами.

Таблиця 1.3

**Системи обов'язкового резервування країн з режимом ІТ, станом на
січень 2015 р.**

Країна	Норматив, %	Механізм усереднення	Період виконання резервів	Врахування в резерви касової готівки	Дохід за резервами
Бразилія	0-45	+	1-2 тижні	+	-
Угорщина	0-5	+	1 місяць	-	+
Ізраїль	0-10	+	1 місяць	+	-
Індонезія	8	+	1 місяць	-	+
Ісландія	0-2	+	1 місяць	-	+
Польща	0-3,5	+	1 місяць	-	+
Румунія	0-14	+	1 місяць	+	+
Сербія	0-50	+	1 місяць	-	+
Таїланд	6	+	2 тижні	+	-
Чехія	2	+	4-5 тижні	-	+
Південна Корея	0-7	+	2 тижні	+	-
Колумбія	0-13	+	2 тижні	+	-
Перу	6-55	+	1 місяць	-	+
Туреччина	5-18	+	2 тижні	-	+
Гана	9	-	1 місяць	+	-
Грузія	5-15	+	2 тижні	-	+
Молдова	14	+	1 місяць	-	+
Албанія	10	+	1 місяць	-	+

Джерело: складено автором за даними офіційних веб-сайтів центральних банків

Цікавим, на нашу думку, є те, що банки можуть отримувати плату за обов'язкове резервування. Центральний банк може її встановлювати у формі процентної ставки, яка може бути рівною ключовій процентній ставці мінус маржа, прирівнюватися до ставки РЕПО, бути нижчою або рівною міжбанківським ставкам. Для покриття обов'язкових резервів банкам деяких країн дозволяється використовувати залишки готівки в касі в розмірі 25-35%, наприклад, в Південній Африці дозволяється до 50%, а на Філіппінах – до 75%, а також державні цінні папери.

У розвинутих країнах, де основну роль у передачі сигналів монетарної політики в економіку відіграє процентна ставка, роль мінімальних резервних вимог у

грошово-кредитному регулюванні поступово знижується. Це зумовлюється легкою замінюваністю такого інструменту іншими, більш гнучкими, наприклад, операціями на відкритому ринку.

В країнах з перехідною економікою для яких характерними є: нестабільна інфляція, недостатньо розвинений фінансовий ринок, нестійкі зовнішньоторговельні потоки, значення мінімальних резервних вимог для досягнення цілей грошово-кредитного регулювання зберігається вагомим.

Висновки до розділу 1

Дослідження, проведені у першому розділі дисертації, дають змогу зробити низку таких висновків:

1. Запропоновано авторське трактування поняття «економічний механізм інфляційного таргетування» та розроблено його структуру. Економічний механізм інфляційного таргетування – система, що складається з наступних підсистем: функціонального забезпечення; підзвітності; інформаційного забезпечення; прогнозування та моделювання; правового забезпечення, які містять сукупність елементів, що впливають на економічні та організаційні параметри системи управління грошовою сферою країни.

2. Уточнено тлумачення поняття «таргетування інфляції». ІТ – монетарна стратегія, що передбачає публічне оголошення центральним банком темпів інфляції, які повинні бути досягнуті упродовж певного періоду та забезпечує підвищену прозорість діяльності і підзвітності суспільству органів грошово-кредитного регулювання. Станом на березень 2015 року цей монетарний режим застосовують 30 країн, з яких 21 країна, що розвивається.

3. Узагальнено переваги інфляційного таргетування, до яких віднесені:

- 1) встановлення чіткої інфляційної цілі;
- 2) зниження інфляційних очікувань економічних агентів;
- 3) підвищення транспарентності центрального банку;
- 4) гнучкість у виборі інструментів грошово-кредитного регулювання;
- 5) значне посилення підзвітності і дисципліни при проведенні ГКП та відповідне зростання довіри з боку населення.

4. Виділено основні характеристики повноцінного таргетування інфляції, а саме: чітко визначена мета щодо досягнення кількісного рівня інфляції у вигляді одного значення або діапазону; відсутність інших номінальних якорів, таких як: фіксовані обмінні курси або цільовий номінальний ВВП; відсутність фіскального домінування; інструментальна незалежність центрального банку; прозорість діяльності і підзвітність ЦБ суспільству.

5. Проаналізовано середовище, необхідне для запровадження режиму ІТ, що характеризується такими ознаками: незалежність центрального банку; прозорість діяльності центрального банку; довіра до ЦБ з боку суспільства; налагоджена система прогнозування та моделювання інфляційних процесів; розвинутий фінансовий ринок та ін.

6. Досліджено, що операційні процедури ІТ реалізуються за допомогою активного і пасивного підходів.

Пасивний підхід включає:

- вузький коридор процентних ставок на міжбанківському ринку;
- проведення нерегулярних операцій на відкритому ринку;
- використання обов'язкових резервів для регулювання ліквідності.

Активний підхід передбачає:

- широкий коридор процентних ставок чи його відсутність;
- регулярні операції на відкритому ринку;
- мінімальне використання (відсутність) обов'язкових резервних вимог.

7. Виокремлено два основні підходи до управління короткостроковою ринковою процентною ставкою:

– одностороння система операцій постійної дії, яка полягає в тому, що банківський сектор систематично звертається до однієї і тієї ж операції постійної дії (депозитної чи кредитної операції ЦБ), залежно від ліквідної позиції банківського сектора. В умовах дефіциту ліквідності банківські установи звертаються до ЦБ за кредитними операціями. Ставка за цими операціями визначає верхній рівень процентної ставки грошово-кредитного ринку. В умовах надлишку ліквідності банківського сектора, ЦБ застосовує політику депозитної операції постійної дії, у світовій практиці добре відомої, як – системи нижньої межі процентного коридору;

– симетричний процентний коридор. Центральний банк встановлює процентний коридор таким чином, що ставка за його депозитами овернайт формує нижню межу ставок міжбанківського ринку, а ставка за кредитами овернайт – верхню межу.

8. Установлено, що одним з найбільш оперативних і гнучких інструментів грошово-кредитної політики центральних банків, які застосовують режим інфляційного таргетування є операції на відкритому ринку. Загалом, найбільш поширеними ОВР, що здійснюють зарубіжні центральні банки, є депозитні та кредитні РЕПО, які реалізують через тендери. Операції РЕПО є зручним інструментом, який дає змогу впливати на короткострокові процентні ставки. Однак, не у всіх країнах, що застосовують ІТ, вони є наймасштабнішими за обсягами проведення, але відсоткова ставка за ними дорівнює або наближена до основної ставки центрального банку. В умовах ІТ немає усталеного механізму проведення операцій на відкритому ринку, а вибір типу операції залежить від рівня розвитку національної економіки та ефективності монетарної трансмісії.

9. Визначено, що системи обов'язкового резервування зарубіжних країн різняться за багатьма параметрами: база резервування, диференціація нормативів, нарахування та виплата відсотків за обов'язковими резервами тощо. Однак, спільною ознакою проаналізованих систем є застосування механізму усереднення резервних вимог, що дозволяє пом'якшити наслідки використання даного інструмента грошово-кредитної політики.

Отримані у першому розділі результати дисертаційної роботи висвітлені у працях автора [4; 5; 6; 7; 8; 102; 104; 105; 106; 108; 111; 112; 113; 114; 165].

РОЗДІЛ 2.

АНАЛІЗ ПРОЦЕСІВ ЗАПРОВАДЖЕННЯ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ В УКРАЇНІ²

2.1. Особливості переходу України до монетарного режиму, що базується на цінній стабільності

Уперше в Україні теза щодо необхідності переходу до інфляційного таргетування була сформульована в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2002 р.: «Національний банк поступово створюватиме умови, необхідні для переходу в перспективі до визначення інфляції пріоритетним цільовим орієнтиром грошово-кредитної політики, тобто до прямого таргетування інфляції» [55].

Після цього здійснювалася відповідна робота з формування необхідних передумов для переходу до нового монетарного режиму.

Основними мотивами переходу України до режиму інфляційного таргетування стали [7, с. 19]:

1. Наявність високої та нестабільної інфляції.

В Україні починаючи з 2004 р. до 2010 р. інфляція становила понад 10% на рік, наприклад, у 2009 – 12,3%. Висока інфляція була спричинена значними валютними надходженнями. НБУ здійснюючи валютні інтервенції, збільшував обсяг грошової маси в обігу. За вільно плаваючого курсу (умова таргетування інфляції) ЦБ не стежить за попитом та пропозицією валюти, щоб підтримувати стабільність, а регулює грошову масу в обігу, впливаючи, таким чином, на інфляцію. Окрім цього, в останні роки спостерігалось посилення впливу на динаміку цін чинників попиту (зростали реальні доходи населення та платоспроможний попит через підвищення соціальних виплат з бюджету та активізацію банківського кредитування). У результаті посилювалися інфляційні очікування, що, своєю чергою, провокувало нові хвилі інфляції.

² Статистична інформація, яка вказується у розділі без посилання на джерело, взята з офіційного сайту НБУ.

2. Потреба у підвищенні ефективності державної грошово-кредитної політики, що обмежується фіксованим обмінним курсом гривні до долара.

У 2007 – 2008 рр. долар значно девальвував відносно більшості валют світу. У результаті купівельна спроможність гривні також знизилася. До того ж, НБУ у намаганнях втримати фіксований курс, не мав можливості боротися з інфляцією, оскільки був обмежений в інструментах стримування зростання цін. Установлення більш гнучкого обмінного курсу дасть можливість краще контролювати інфляцію, а також пом'якшити наслідки від зовнішніх потрясінь.

3. Необхідність проведення незалежної монетарної політики, що згладжує зовнішні та внутрішні шоки, а також підвищення здатності економіки протистояти валютним та фінансовим кризам.

Погоджуємося з думкою зарубіжних та вітчизняних науковців [26; 60], що першочерговою причиною фінансової кризи в Україні було те, що Національний банк України, де-факто, прив'язував обмінний курс гривні до долара США. Як результат, Україна потрапила у полон «несумісної трійці» – теза про те, що вільний рух капіталу, фіксований обмінний курс і самостійна грошово-кредитна політика не можуть функціонувати одночасно. Це – гіпотетична трилема, згідно з якою країна може одночасно мати тільки два із трьох таких елементів. В Україні, ситуацію з трьома компонентами «неможливої трійці» можна сформулювати наступним чином: в умовах вільного руху капіталу підтримка обмінного курсу гривні припускає відмову від регулювання грошово-кредитних показників. Іншими словами, неможливо таргетувати інфляцію, не відпустивши гривню у «вільне плавання» і/або не встановивши обмеження руху капіталу [80, с. 155].

На основі аналізу теоретичних підходів і узагальнення зарубіжного досвіду переходу до режиму ІТ ми виділили два етапи запровадження інфляційного таргетування в Україні, що дозволило обґрунтувати часові межі основних етапів переходу України до ІТ і визначити пріоритетні завдання грошово-кредитної політики на кожному етапі.

1. Підготовчий етап (2002 – 2010 рр.). Вважаємо за потрібне у межах цього етапу виділити окремий кризовий період (2008 – 2009 рр.) або період

гальмування у напрямі запровадження ІТ, оскільки всі зусилля тоді спрямовувалися на стабілізацію економічної ситуації в країні.

2. Етап адаптації режиму ІТ (2011р. – до сьогодні). У межах якого виділяємо період позитивних результатів, отриманих від реалізації інфляційного таргетування (2011 – 2013 рр.) та кризовий (2014 р. – дотепер), що характеризується неспроможністю Національного банку, за допомогою нового монетарного режиму забезпечити цінову стабільність в умовах макроекономічної нестабільності.

У підготовчий період відбувалися декларування намірів щодо запровадження режиму ІТ, підготовка технічної та операційної інфраструктури, вивчення зарубіжного досвіду застосування ІТ, удосконалення макроекономічних та інституційних умов його практичної реалізації

Основними проблемами, що стояли на шляху запровадження режиму таргетування інфляції в Україні у цей період, були такі [40, с. 32-33]:

1. Відносно високі темпи інфляції, що ускладнюють її прогнозування.
2. Значна інфляційна інерція, зумовлена впливом змін валютного курсу на ціни.
3. Неможливість відмови від встановлення будь-яких інших номінальних цільових показників, окрім інфляції в умовах нестабільності.
4. Недостатній рівень незалежності центрального банку.
5. Відсутність нормативного документа між урядом та центральним банком, який надавав би останньому право визначати цільовий рівень інфляції.
6. Відсутність базового документа – середньострокової монетарної стратегії, який би визначав монетарний режим таргетування інфляції на середньострокову перспективу.
7. Неможливість побудови точної та надійної економетричної моделі прогнозування цільового рівня інфляції.
8. Недостатня узгодженість позицій центрального банку та уряду щодо впливу заходів соціально-економічної політики на інфляцію.
9. Відсутність надійних очікувань з боку суб'єктів господарювання – домашніх господарств, фінансових і нефінансових організацій.

На нашу думку, вищезазначений перелік можна доповнити наступними факторами:

1. Недостатня транспарентність грошово-кредитної політики НБУ.
2. Високий рівень доларизації економіки.
3. Значна політизованість процесу монетарного регулювання.
4. Низький рівень розвитку фінансового ринку.

Починаючи з 2002 р. здійснювалися заходи, спрямовані на усунення цих недоліків. Але ситуація ускладнювалася тим, що економічне відновлення розпочалося з дуже низької бази: відкладання структурних реформ, несприятливі умови для бізнесу гальмували інвестиції.

Швидкими темпами зростало кредитування банківською системою приватного сектора економіки, що стимулювало внутрішній попит. Починаючи з жовтня 2000р., НБУ поступово знижував ставку рефінансування з 27% станом на кінець вересня 2000 р., до 8% - у 2004 р. і рівень мінімальних резервних вимог: з 2-12% - у 2002 р. до 0,5-5% - у 2006 р. НБУ розробив нормативні документи, які регламентували його відносини з банками на грошово-кредитному ринку. Це, зокрема, положення про формування банками обов'язкових резервів, про процентну політику, про регулювання ліквідності банків, план рахунків бухгалтерського обліку НБУ та комерційних банків [20, с. 17-19].

З 2002 р. спостерігаємо відновлення і збільшення обсягів золотовалютних резервів, величина яких на кінець 2007 р. зросла до 32 479 млн.дол.США (у 2002 р. їх обсяг становив: 4 417 млн.дол.США) (рис. 2.1).

Незважаючи на активні заходи НБУ з удосконалення пруденційного регулювання і банківського нагляду, якісь кредитного портфеля банків викликала занепокоїння. Так, відношення банківських кредитів до ВВП у 2007р. зросло до 59,2% (у 2002 р. цей показник становив: 18,6%) (табл. 2.1).

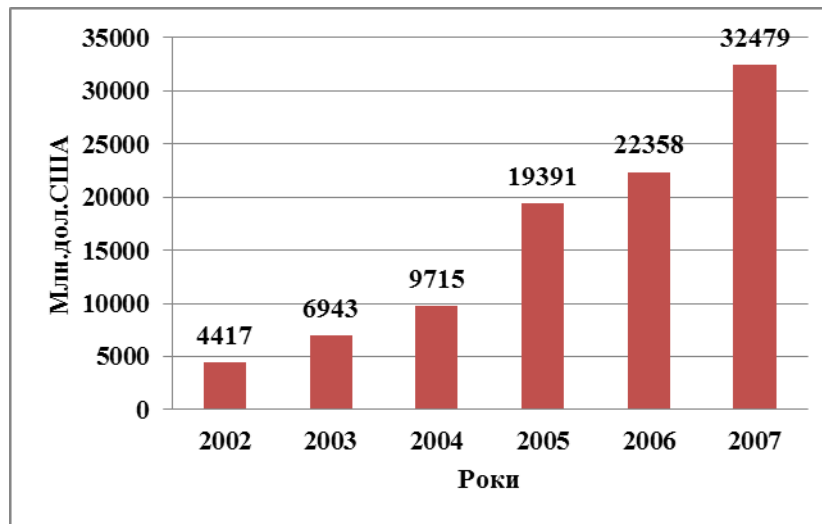


Рис. 2.1 **Обсяг золотовалютних резервів НБУ у 2002-2007 рр.**

Джерело: побудовано автором на основі [69]

Таблиця 2.1

Співвідношення банківських кредитів і ВВП в Україні упродовж 2002-2007 рр.

Показники	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Вимоги банків за наданими кредитами, млн. грн.	42 035	67 835	88 579	143 418	245 226	426 863
ВВП, млн. грн.	225 810	267 344	345 113	441 452	544 153	720 731
Співвідношення банківських кредитів і ВВП, %	18,6	25,4	25,7	32,5	45,1	59,2

Джерело: складено автором на основі [69]

На основі статистичних даних за 2002 – 2007 рр. спостерігаємо динамічне зростання грошової маси. Якщо в 2002 р. рівень монетизації економіки становив лише 28,7%, то в 2007 р. – 55%. Це засвідчувало підвищення ролі монетарних чинників у стимулюванні економічного зростання (табл. 2.2).

Таблиця 2.2

Коефіцієнт монетизації економіки України в 2002-2007 рр.

Рік	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Грошова маса, млн. грн.	64 870	95 043	125 801	194 071	261 063	396 156
ВВП, млн. грн.	225 810	267 344	345 113	441 452	544 153	720 731
Коефіцієнт монетизації економіки, %	28,7	35,6	36,5	44,0	48,0	55,0

Джерело: складено автором на основі [15]

У підготовчий період монетарна політика НБУ недостатньо гнучко реагувала на несподівану зміну макроекономічних умов, оскільки підтримувалася прив'язка гривні до долара США. Відповідно до офіційно проголошеного наміру перейти до політики плаваючого валютного курсу Національний банк допускав незначні його коливання, концентруючись, в основному, на утримуванні курсу на встановленому рівні.

Аналізуючи валютно-курсову політику НБУ у підготовчий період, спостерігаємо, що з 2005 р. регулятор почав наближати офіційний обмінний курс до ринкового. НБУ здійснив низку заходів у напрямі переходу до гнучкого курсоутворення, а саме: пом'якшення вимог обов'язкового обміну експортної виручки; скасування заборони, якою від банків вимагалось лише здійснювати односторонні операції (купівлі або продажу) на валютному ринку впродовж одного дня, а також дозволив форвадні операції.

Поступова лібералізація валютного регулювання була одним із основних напрямів діяльності НБУ у підготовчий період.

Так, наприклад, з березня 2005 р. скасовано обмеження в розмірі +/- 2% щодо граничного відхилення курсу купівлі та продажу готівкової іноземної валюти від офіційного курсу гривні до іноземних валют, а з квітня 2005 р. – вимогу обов'язкового продажу 50% валютних надходжень за зовнішньоторгівельними операціями резидентів.

Зусилля НБУ у підготовчий період, спрямовані на розвиток і зміцнення валютного ринку України, дали можливість забезпечити [92]:

- 1) створення відповідної моделі валютного ринку, розвиток його інфраструктури та механізмів проведення торгів і режиму курсоутворення;
- 2) накопичення та підтримання на необхідному рівні золотовалютних резервів НБУ;
- 3) диверсифікацію валютної структури резервів та залучення до обігу в країну постійно зростаючих обсягів валютних коштів;

4) можливість своєчасного отримання (купівлі) іноземної валюти вітчизняними підприємствами-імпортерами та її продажу експортерами.

Зазначимо, що заходи фіскальної політики не сприяли удосконаленню умов для запровадження режиму ІТ. Політика уряду супроводжувалася значним зростанням поточних витрат. Відсутність структурних реформ, політичного консенсусу пригнічували інвестиційний клімат, посилювали невизначеність, в результаті чого інвестори зайняли очікувальну позицію.

Відсутність базових структурних реформ у реальному секторі зумовила нездатність основної кількості підприємств працювати в умовах гнучкої системи цін пристосовуватися до умов конкурентного середовища та змін ринкової кон'юнктури. Свідченням цього стали кризові явища на ринку енергоносіїв, на початку 2005 р., і в системі газопостачання – на початку 2006 р., коли підприємства із застарілими енергозатратними технологіями виявилися неспроможними працювати в ринкових умовах. За таких обставин реальний сектор достатньо слабо реагував на передавальні імпульси монетарної політики [25, с. 34-35].

У підготовчий період канал валютного курсу залишався основним каналом передавального механізму грошово-кредитної політики, а ключовим монетарним інструментом – валютні інтервенції. Процентний канал не відігравав важливої ролі в монетарному трансмісійному механізмі. Вплив облікової ставки НБУ на процентні ставки за депозитами і кредитами на міжбанківському ринку залишався незначним, що засвідчувало обмежені можливості центрального банку у здійсненні грошово-кредитного регулювання.

Недосконалий інструментарій прогнозування, відсутність ефективних та перевірених моделей, що могли б точно передбачити розвиток макроекономічної ситуації зумовлював труднощі у визначенні цільових орієнтирів монетарної політики. Точне передбачення обсягу грошового попиту було проблематичним. Тому формування грошової пропозиції (як монетарної бази, так і грошової маси) відбувалося з деякими відхиленнями від прогнозних значень. У період 2002-2006 рр. фактична монетарна база зростала темпами вищими, ніж прогнозували фахівці НБУ. Так, наприклад, у 2005 р. фактичний темп приросту монетарної бази та грошової

маси становив: 53,9% і 54,3%, відповідно, проти прогнозованих – 20-26%; 28-33%. Обмінний курс гривні до долара США також не завжди прогнозувався й дотримувався монетарною владою. Значну розбіжність спостерігаємо у 2002 р., коли фактичний курс долара становив 5,33 грн., на противагу очікуваному рівню – 5,60 грн. [42, с. 18-20].

Макроекономічна ситуація в державі протягом аналізованого періоду була стабільною, що, в свою чергу, знайшло відображення в поживленні грошово-кредитного ринку. Динаміка його розвитку відповідала потребам реального сектора економіки. Також, удосконалювались правила, процедури, механізми функціонування комерційних банків на грошово-кредитному ринку.

У 2002 р. створено Державну комісію з регулювання ринків фінансових послуг України, визначальною метою діяльності якої є регулювання і нагляд у сфері ринків фінансових послуг.

На нашу думку, саме з 2002 р., в Україні почалося активне становлення фінансового ринку, оскільки, по-перше, була удосконалена нормативно-правова база, що регламентує функціонування фінансового ринку (прийнято нову редакцію Закону України «Про цінні папери та фондовий ринок»); по-друге, створено державні органи, які здійснюють регулювання фінансового ринку; по-третє, почали діяти саморегулівні організації та професійні учасники ринку; по-четверте, створено спеціалізовані небанківські фінансові установи.

У табл. 2.3 наведено оцінку декількох секторів фінансового ринку України.

З табл. 2.3 бачимо, що впродовж 2002 – 2007 рр. спостерігалася позитивна тенденція щодо розвитку фондового ринку країни про що засвідчують показники капіталізації. За 2004 – 2006 рр. спостерігаємо триразове підвищення капіталізації ринку ПФТС, разом із зростанням індексу ПФТС – до 498,86 пункта, наприкінці 2006 р. [70]. У 2007 р індекс ПФТС піднявся більш, ніж на 135% – з 498,86 пункта до 1174,02 пункта, що засвідчує збільшення приросту фінансових ресурсів, залучених в обіг через фондові біржі.

Індикатори фінансового ринку України у 2002-2007 рр.

Роки	Капіталізація ринку акцій ПФТС		Грошовий агрегат М2		Зобов'язання банків		Вимоги банків за кредитами		Обсяги державного ринку ОВДП	
	млрд. грн.	% ВВП	млрд. грн.	% ВВП	млрд. грн.	% ВВП	млрд. грн.	% ВВП	млрд. грн.	% ВВП
2002	23,28	10,3	64,32	28,4	37,71	16,5	42,03	16,8	75,72	33,5
2003	25,61	9,5	95,85	35,8	61,36	23,0	67,83	25,3	85,39	29,0
2004	71,08	20,5	125,48	36,3	82,95	24,0	88,57	25,6	85,57	24,7
2005	147,3	35,1	193,14	43,7	132,74	31,7	143,14	34,2	78,14	18,6
2006	223,6	41,7	259,41	48,4	184,23	34,4	245,22	45,7	80,54	15,2
2007	564,7	79,2	391,27	54,9	279,74	39,2	426,86	59,9	54,28	7,6

Джерело: складено автором на основі [68; 69]

Важливим показником розвитку фондового ринку країни є співвідношення загального обсягу торгів фондового ринку до обсягу валового внутрішнього продукту (рис. 2.2). Необхідно зазначити, що цей показник в 2007р. порівняно з 2002 р. зріс на 56,6%.

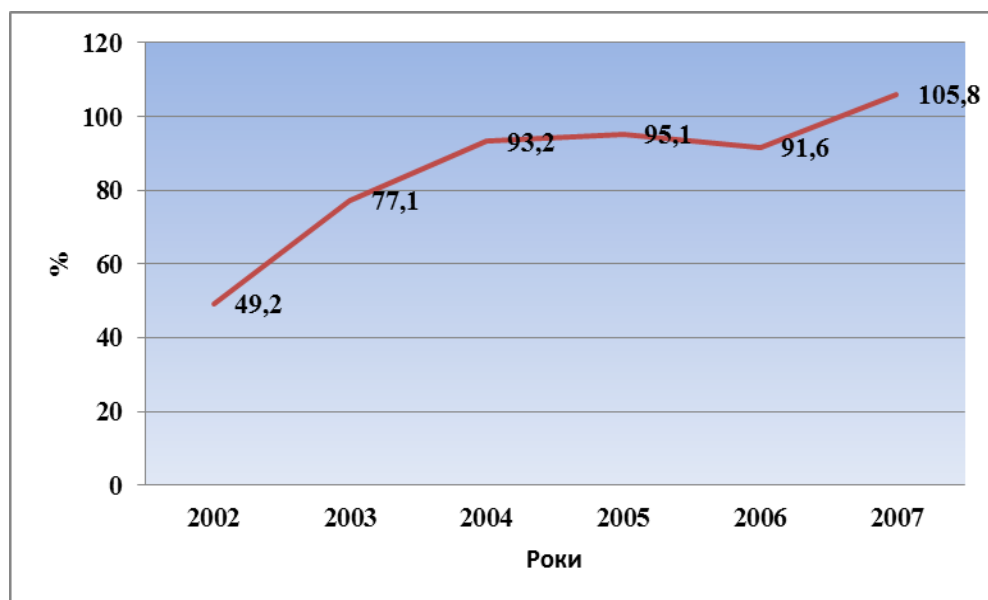


Рис. 2.2 Відношення загального обсягу торгів фондового ринку до ВВП у 2002-2007 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [69; 72]

У досліджуваній період створювалися відповідні умови диверсифікації розміщення тимчасово вільних фінансових ресурсів.

Упродовж 2002 – 2007 рр. вітчизняний фондовий ринок характеризувався такими особливостями: незважаючи на збільшення обсягу торгів на організованому ринку, – переважання неорганізованого фондового ринку над організованим залишалось значним; висока концентрація ринку (домінування невеликої групи емітентів); нерозкриття багатьма емітентами цінних паперів інформації про їхні фінансові результати.

Держава дедалі більше позиціонувала себе, як активний учасник фінансового ринку і це чітко проявлялося не тільки в регулятивному контексті, але й у використанні інструментів для фінансування бюджетного дефіциту. Упродовж аналізованого періоду ринок державних цінних паперів розвивався у безпечних межах запозичень, – не більше 60% ВВП.

Упродовж 2002 – 2007 рр. НБУ ставив перед собою наступні основні завдання в сфері грошово-кредитного регулювання:

- перехід до режиму ІТ;
- підтримка економічного зростання;
- стабільність національної грошової одиниці.

На жаль, не всі з вищеперелічених цілей вдалося досягти. ВВП України зростав у 2002–2007рр., у середньому на 7% у рік і продовжував діяти різноплановий монетарний режим (визначення декілька цілей монетарної політики: рівень обмінного курсу, інфляції, обсяги окремих монетарних агрегатів), НБУ так і не перейшов до політики таргетування інфляції, але здійснив низку заходів у напрямі більшої гнучкості обмінного курсу. Лібералізація системи валютного регулювання та контролю була одним із основних напрямів діяльності НБУ у підготовчий період. Регулятивні дії Національного банку щодо фінансового ринку характеризувалися послідовністю та своєчасністю в результаті комплексного застосування ефективних інструментів грошово-кредитної політики.

У підготовчий період ситуація на фінансовому ринку істотно не змінилась, а

продовжувала залишатись, як трансформаційна. Заходи у фіскальній політиці не сприяли удосконаленню умов для запровадження інфляційного таргетування.

В умовах активізації глобалізаційних процесів, що, в першу чергу, проявилися в банківському секторі, у зв'язку із збільшенням кількості іноземних банків, середовище для проведення ГКП ускладнилося через посилення ризиків нестабільності та раптового відтоку іноземного капіталу.

У підготовчий період, основним ризиком у розвитку банківської системи був надзвичайно високий обсяг кредитування національної економіки. Середні процентні ставки за кредитами знизились: з 17% – у 2002 р. до 8% – у 2007 р., що значно збільшило попит населення на кредитні ресурси.

Стрімке зростання обсягів кредитування у поєднанні з низькою платіжною культурою населення та недосконалою системою оцінки кредитних ризиків спричинили появу низки проблем:

- дестабілізація грошової одиниці та цінової пропорції в державі (дисбаланс попиту та пропозиції на ринках товарів, послуг та ресурсів);
- посилення кредитного тиску на фінансово-кредитні установи;
- дестабілізація функціонування фінансової та грошово-кредитної системи через зростання рівня ризикованості діяльності фінансових установ.

Реалізація заходів, спрямованих на створення середовища, прийняттого для інфляційного таргетування, ускладнювалася несприятливими політико-економічними умовами, які склалися упродовж 2008 – 2009 рр. та були зумовлені негативною зовнішньоекономічною кон'юктурою для вітчизняних експортерів, світовою фінансовою кризою. Несприятливі макроекономічні умови у поєднанні з інформаційним негативом у засобах масової інформації підірвали довіру до деяких банків і дій регулятора.

Починаючи з вересня 2008 р. в економіці України окреслюються певні негативні тенденції. Зокрема, прискорення інфляційних процесів, зменшення пропозиції валютних надходжень у зв'язку з різким скороченням експорту, уповільнення зростання депозитів у банківській системі, проблеми з ліквідністю в окремих банках.

Ураховуючи, що внаслідок фінансової кризи надходження від експорту скоротилися, а НБУ в цей період не виходив на валютний ринок (оскільки більшість заявок на купівлю валюти надходило від нерезидентів), то суттєве перевищення попиту над пропозицією дало поштовх до поступового зниження курсу національної грошової одиниці. Упродовж 2008 р. офіційний курс гривні знизився щодо долара США на 52,5% [53].

Упродовж 2008 – 2010 рр. зусилля органів влади та НБУ були спрямовані на подолання наслідків фінансової кризи. Для стабілізації економічної ситуації Україна звернулася за допомогою до Міжнародного валютного фонду, який прийняв рішення про видачу кредиту stand-by на суму майже 16,5 млрд. дол.США. Основною умовою дворічної антикризової програми було запровадження в Україні режиму гнучкого обмінного курсу та виконання кількісних показників (критерії ефективності) програми «стенд-бай» щодо дефіциту бюджету, грошової бази, чистих міжнародних резервів НБУ. У Меморандумі, підписаному між МВФ та Україною, зазначалося: «Нашою метою на середньотермінову перспективу буде переорієнтація монетарної політики на режим інфляційного таргетування» [44].

Необхідно зазначити, що політика НБУ упродовж 2008 р., яка була спрямована на обмеження інфляційних процесів та подолання наслідків світової фінансової кризи, виявилася низькоефективною. НБУ не вдалося забезпечити підтримання ліквідності банківської системи, відновити кредитування економіки, призупинити падіння валютного курсу, стримати зростання спекулятивних операцій на валютному ринку. Це, значною мірою, зумовлювалося як недосконалістю монетарної політики НБУ загалом, так і політики рефінансування зокрема.

Основні недоліки грошово-кредитної політики НБУ у 2008 р. полягали в наступному.

По-перше, боротьба з інфляцією виключно монетарними методами, шляхом стерилізації грошової маси, призвела до згорання кредитування, і цим ще більше поглибила кризовий стан в економіці. Якщо в січні 2008 р., кредити реальному сектору надавалися під 13-14% - у гривні, то вже у липні процентні ставки зросли до

17-18%, а в листопаді – до 24-25% [94]. У результаті, галузі, залежні від кредитного фінансування, зокрема будівництво, призупинили свою діяльність.

По-друге, була порушена рівномірність у формуванні пропозиції грошей, зокрема, різке скорочення ліквідності банків у першому півріччі 2008 р. спровокувало «кредитний голод» в економіці та різке зростання процентних ставок, а форсоване вливання ліквідності в другому півріччі відновило спекулятивні операції на валютному ринку, що, своєю чергу, і призвело до катастрофічного падіння валютного курсу [9, с. 8].

По-третє, недосконалість механізму рефінансування, що зумовлювалося відсутністю у ньому критеріїв отримання емісійних ресурсів банками, визначення їх цільового призначення, механізму ретельного контролю за використанням отриманих коштів.

По-четверте, відсутність чітко визначеного плану дій НБУ та непрозорість монетарної політики у 2008 р. підірвали довіру населення України та іноземних інвесторів до дій центрального банку, банківської системи загалом.

По-п'яте, недостатня взаємодія НБУ та уряду не давала можливості розробити ефективний план заходів, які б елімінували розгортання кризових явищ у вітчизняній економіці та створили б передумови для поступової стабілізації ситуації й виходу з кризи.

Значною мірою, ситуацію погіршувала провальна інформаційна політика. Коментарі і прогнози посадовців Національного банку не давали жодних орієнтирів для ухвалення оптимальних рішень, а навпаки, сіяли розгубленість та невпевненість. Скажімо, в середині листопада, один із заступників голови Нацбанку прогнозував, що до кінця року курс коливатиметься у межах: 5,5–6,0 грн. за долар. На початку грудня, коли курс сягав позначки 7 грн. за долар, керівник групи радників голови НБУ заявляв про намір захищати курс на рівні 7,4–7,5 грн. за долар. Натомість, голова НБУ дозволив собі, фактично, знущальні стосовно громадян висловлювання, зазначивши, що курс справді може повернутися до позначки 6 грн за долар, якщо... населення поверне у банки 8 млрд. доларів депозитних вкладів [18, с. 8].

На основі аналізу грошово-кредитної політики, яку НБУ проводив у кризовий період можна виділити основні проблеми її реалізації [47]:

1. Активізація втручань в роботу Національного банку України, який змушений був проводити операції, не притаманні його діяльності в нормальних ринкових умовах (рефінансування банків, які кредитують окремі, пріоритетні для держави, напрями, участь у рекапіталізації банків шляхом викупу державних облигацій України, проведення цільових валютних інтервенцій тощо).

Негативні наслідки активізації державного втручання в роботу Національного банку та фіскального домінування знайшли свій прояв у наступному:

1.1. Періодичному нагнітанні в період кризи політичної напруги навколо діяльності НБУ, яка змінювала очікування суб'єктів ринку, зменшувала довіру до банківської системи та національної валюти, посилювала девальваційний тиск та відтік депозитів на початковому етапі кризи та в I і III кварталах 2009 р. Усе це зводило нанівець заходи Національного банку, спрямовані на відновлення курсової стабільності та стабільності банківської системи загалом.

1.2. Залучення Національного банку до вирішення проблем наповнення державного бюджету, фінансування окремих антикризових заходів та рефінансування банків для кредитування окремих пріоритетних напрямів, що позначилося на збільшенні пропозиції грошей через кредитний (рефінансування пріоритетних напрямів), фондовий (вкуп ОВДП) та валютний канали (конвертація валютних коштів уряду у гривню) емісії гривні. Необхідно зазначити, що ці операції Національний банк змушений був проводити в силу фіскального домінування, а не з метою регулювання грошово-кредитного ринку, що викривляло роботу монетарного трансмісійного механізму.

1.3. Політичному тиску та втручанні в операційну роботу центрального банку. В аспекті впливу на ефективність роботи монетарної політики необхідно згадати статтю 86 Закону України «Про Державний бюджет України на 2009 рік», що діяла до березня 2009 року, відповідно до якої Національний банк повинен був здійснювати рефінансування банків у порядку, затвердженому спільно з Кабінетом Міністрів України. До розроблення спільного Порядку рефінансування банків у

період кризи, Національний банк не мав права здійснювати підтримку ліквідності банків. Операції рефінансування не проводилися з 1 по 29 січня 2009 р. через це ставки за ними не оголошувалися, що позбавляло суб'єктів ринку орієнтирів щодо вартості грошових ресурсів, а центральний банк – важелів впливу на формування процентних ставок на міжбанківському ринку. Така ситуація унеможлилювала роботу процентного каналу монетарного трансмісійного механізму через відсутність «імпульсу», який мав би створюватися процентною політикою центрального банку. Як наслідок, процентні ставки у період кризи ліквідності на міжбанківському ринку стали неконтрольованими, а діапазон їх волатильності у січні 2009 р. становив: 17-61%.

2. Надлишкова ліквідність послабила управлінську позицію Національного банку через те, що надмірна ліквідність «гасить» сигнали грошово-кредитної політики, у результаті незначної ролі механізмів рефінансування у регулюванні грошового ринку.

3. У період кризи активізувався розвиток ринку державних цінних паперів. Зокрема, адміністративно встановлена дохідність за ОВДП, викуплених Національним банком України на виконання норм чинного законодавства для цілей рекапіталізації банків, становила 9,5% тоді як середньозважена дохідність за ОВДП у 2009 р. досягала 20,06-29,5% [83]. Така висока дохідність за державними цінними паперами, розмішених з метою поповнення державного бюджету, не сприяла зниженню процентних ставок на кредитному ринку. А занижена дохідність за ОВДП, розмішених з метою рекапіталізації банківських установ, зумовлювала їх непривабливість та неліквідність на ринку тому перешкоджала НБУ в їх використанні як монетарних інструментів.

4. Під час кризи збільшилася кількість нестандартних інструментів з підтримання ліквідності банків, що не забезпечувало прозорості у встановленні розміру процентних ставок, стабільності на грошово-кредитному ринку через відсутність чітких та прогнозованих орієнтирів для учасників грошового ринку, знижувало ефективність монетарного трансмісійного механізму в цілому.

Початок економічної кризи в Україні у вересні 2008 року позначився багатьма негативними тенденціями [54]:

- уперше після шести років динамічного зростання темпи реального ВВП за 2008 рік досягли найнижчого за попередні вісім років значення і становили 102,1%;
- обсяги промислового виробництва скоротилися на 3,1%;
- відбулося прискорення інфляційних процесів: індекс споживчих цін становив 122,3% порівняно з 116,6% – у 2007 році, що стало найвищим значенням, починаючи з 2000 року;
- дефіцит бюджету на кінець року становив 14,2 млрд. грн., що в 1,8 разів більше, ніж за попередній період;
- значно сповільнилися темпи зростання реальних наявних доходів населення та зростання реальної заробітної плати порівняно з 2007 роком: із 114,8 до 110,3% та з 112,5 до 106,3% – відповідно.

Основні показники економічного розвитку України у 2008-2009 рр. зображено в табл. 2.4.

Таблиця 2.4

**Основні показники економічного розвитку України у кризовий період
(2008 – 2009 рр.)**

Показник	Рік	
	2008	2009
Валовий внутрішній продукт, млн. грн.	948 056	913 345
Інвестиції в основний капітал (капітальні вкладення), млн. грн.	233 081	151 777
Дефіцит зведеного бюджету України, у % до ВВП	1,5	4,1
Індекс споживчих цін, %	122,3	112,3
Рівень безробіття, %	3,0	1,9
Девальвація (-)/ревальвація (+) гривні щодо долара США, %	-52,5	-3,7

Джерело: складено автором на основі [69]

Ці нестабільні явища у вітчизняному макроекономічному середовищі вплинули і на валютний ринок України. З вересня 2008 р. спостерігаємо значний

тиск на національну грошову одиницю через істотне перевищення попиту на іноземну валюту над її пропозицією.

Із рис. 2.3 видно, що до кінця 2008 р. гривня щодо долара значно девальвувала: із 505,00 до 526,72 гривень за 100 доларів США.

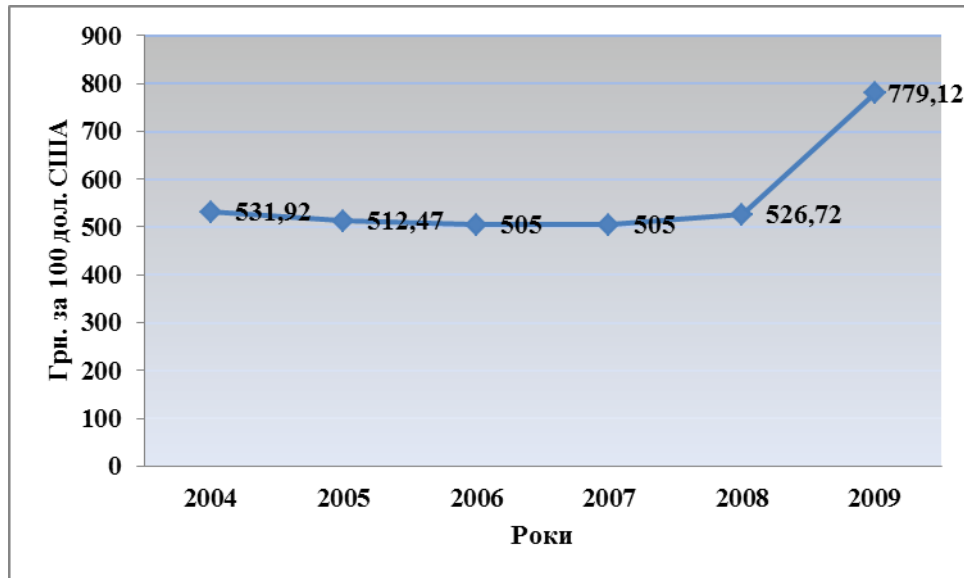


Рис. 2.3 Офіційний курс гривні до долара США у 2004-2009 рр.

Джерело: складено автором на основі [69]

Однак, девальвація гривні у 2008 р. здається незначною порівняно з 2009 р.

У 2009 р. ситуація на валютному ринку залишалася складною, тобто попит населення на валюту значно перевищував її пропозицію (рис. 2.4.). У 2009 році населення України купило іноземну валюту в обсязі 21 914,6 млн. дол. США, а продало на 8 384,1 менше, тобто лише 13 530,5 млн. дол. США. У 2008р. різниця між купівлею та продажем іноземної грошової одиниці дорівнювала 6 105,6 млн. дол. США [17, с. 83].

Упродовж 2009 р. Національний банк України застосовував гнучкі підходи до регулювання ліквідності банків залежно від ситуації на грошово-кредитному ринку. У II кварталі 2009 р. посилено вимоги до формування банками обов'язкових резервів, а саме: запроваджено вимогу щодо зберігання частини обов'язкових резервів на окремому рахунку в НБУ.

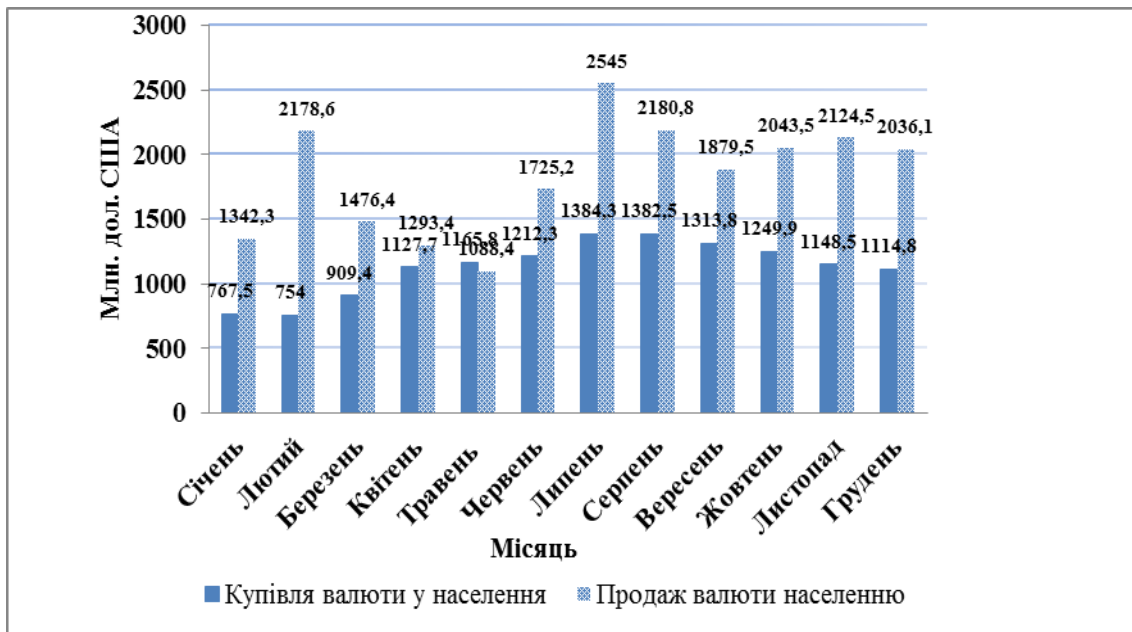


Рис. 2.4 Обсяги купівлі-продажу іноземної валюти населенням у 2009 році

Джерело: складено автором на основі [69]

Процентна політика у 2009 р. спрямовувалася на утримання вартості грошей на позитивному рівні щодо інфляції з метою стимулювання повернення вкладів у банківську систему, нівелювання девальваційного тиску та інфляційних ризиків. Так, упродовж червня-серпня 2009 р. двічі змінювалася облікова ставка. Зокрема, з 15.06. 2009р. її розмір було знижено – з 12% до 11%, а з 12.08. 2009р. – до 10,25% [53].

Варто зазначити, що у 2009 р. різноспрямоване монетарне регулювання: одночасне проведення Національним банком жорсткої монетарної політики (зменшення обсягу грошової маси) та стимулювальної (зниження облікової ставки), ускладнювало розуміння напрямку грошово-кредитної політики не створювало підґрунтя для підвищення довіри до дій НБУ та не сприяло зростанню ефективності процентного інструментарію в механізмі монетарної трансмісії.

Отже, у 2008 – 2009 рр. створенню відповідного середовища для запровадження інфляційного таргетування приділялася незначна увага, оскільки державні заходи, в основному, спрямовувалися на фінансову стабілізацію (підтримка банківського сектора, валютне регулювання, покращення структури

платіжного балансу, тощо), на макроекономічне регулювання (підтримка внутрішнього попиту, стимулювання національного виробника).

Реалізація грошово-кредитної політики НБУ у першому півріччі 2010 р. здійснювалася в умовах певного покращення макроекономічної ситуації. НБУ у процесі проведення валютно-курсової політики відповідно до цілей та пріоритетів, визначених в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2010 р., намагався сприяти якнайшвидшому виходу України з кризи, відновленню високих темпів економічного зростання та забезпеченню стійкості фінансової системи держави. Застосовані Національним банком заходи дали змогу не лише стабілізувати ситуацію на валютному ринку, але й сприяти відновленню банками процесів кредитування реального сектору національної економіки [55].

У липні 2010 р. Президент підписав Закон України № 2478-VI «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України про діяльність Національного банку України» (надалі – Закон України № 2478-VI). Правове визначення цінової стабільності, як основної цілі НБУ, відбулося в умовах, коли внутрішні економічні процеси не цілком відповідали класичним передумовам запровадження режиму таргетування інфляції. Основна мета НБУ – забезпечення стабільності гривні – набула конкретизації на законодавчому рівні, а саме: пріоритетом стали низькі темпи інфляції в період від трьох до п'яти років, що вимірюються індексом споживчих цін. Національний банк у межах своїх повноважень зобов'язаний сприяти стабільності банківської системи, збереженню стійких темпів економічного зростання та підтримувати економічну політику Кабінету Міністрів України за умови, що це не перешкоджає досягненню цінової стабільності в державі. Отже, у липні 2010 р., фактично, запроваджено новий режим монетарної політики, що базується на цій стабільності, а також створено підсистему правового забезпечення економічного механізму інфляційного таргетування в Україні.

Особливості реалізації грошово-кредитної політики України після запровадження режиму таргетування інфляції (етап адаптації режиму ІТ (2011р. – до сьогодні)), детально проаналізовані у параграфі 2.2. нашого дослідження.

2.2. Основні принципи та результати реалізації інфляційного таргетування в Україні

Починаючи з жовтня 2010 р. реалізація грошово-кредитної політики в Україні здійснюється з використанням основних елементів монетарного режиму, що базується на ціновій стабільності.

Для України перший рік після запровадження інфляційного таргетування був роком закріплення позитивних економічних зрушень, започаткованих у 2010 році.

У 2010 році НБУ забезпечив дотримання критеріїв ефективності програми «Стенд-бай». Зокрема, фактичний обсяг чистих внутрішніх активів перебував у межах кількісного критерію, верхня межа якого була встановлена на рівні 76,6 млрд. грн. Також, було дотримано індикативної цілі щодо монетарної бази [54].

Вважаємо за доцільне виділити основні позитивні зміни, які були характерні для грошово-кредитного ринку в післякризовий період та сформували надійну основу для подальшої реалізації режиму інфляційного таргетування [55]:

1. Уповільнення споживчої інфляції. У 2010 році приріст інфляції становив: 9,1%, порівняно із 12,3% у 2009 році.

2. Стабілізація валютного ринку: обмінний курс гривні до долара США на міжбанківському валютному ринку зміцнився на 0,38% – до 7,9617 грн./дол. США. Окрім цього, позитивні тенденції, які відбувалися на валютному ринку, дали змогу Національному банку України не тільки мінімізувати свої від’ємні інтервенції, а й відновити купівлю іноземної валюти. Загальне додатне сальдо інтервенцій Національного банку України у 2010 році перевищило 1,3 млрд. дол. США (в еквіваленті), ставши одним із чинників відновлення втрачених протягом кризи міжнародних резервів, обсяг яких, станом на 01.01.2011 р. становив: 34 576,4 млн. дол. США.

3. Відновлення довіри вкладників до банківської системи та національної валюти, що сприяло закріпленню тенденції до збільшення депозитів як населення, так і юридичних осіб. Загальний обсяг депозитів за 2010 рік зріс на 26,3%, а темпи

збільшення депозитів у національній валюті (на 38,2%) суттєво перевищували зростання депозитів в іноземній валюті (на 12,8%).

4. Зниження банками вартості коштів у національній валюті – процентна ставка за депозитами знизилася з 14% у грудні 2009 р., до 8,1% у грудні 2010 р., за кредитами знизилася з 19,6% до 15% – відповідно. Це відбувалося за рахунок проведення відповідної процентної політики, яка, в міру зниження інфляційного тиску, спрямовувалася на створення стимулів підвищення кредитної активності. Упродовж 2010 року, НБУ тричі знижував облікову ставку: з 08.06.2010 р. – з 10,25% до 9,5% річних, з 08.07.2010 р. – до 8,5% річних, з 10.08.2010 р. – до 7,75% річних.

5. Покращення роботи банківської системи – регулятивний капітал банків зріс на 18,5%, рівень збитків знижено до 13,0 млрд. грн. (порівняно з 38,4 млрд. грн. у 2009 р.).

6. Поступова дедоларизація економіки. Рівень доларизації економіки станом на 01.01.2011 р. знизився до 29,13% порівняно з 31,68% на початок 2010 року.

7. Фіскальна політика уряду не чинила суттєвого тиску на перебіг інфляційних процесів. Незважаючи на те, що зростання видатків зведеного бюджету України (22,2%) у 2010 році відбувалося швидшими темпами, ніж у 2009 році (зменшення на 0,6%), воно відповідало збільшенню доходів (21,2%). Окрім цього, варто зазначити, що майже половина суми зростання була спрямована не на збільшення соціальної складової, а на капітальні видатки, обслуговування державного боргу, окремі заходи щодо реалізації державних (регіональних) програм.

Фінансова криза 2007 – 2008 рр. засвідчила, що стабільні ціни є необхідною, проте недостатньою умовою успішного функціонування економіки. Утримання інфляції на стабільно низькому рівні не захистить від виникнення фінансових криз. З огляду на це НБУ почав посилену увагу приділяти стійкості фінансової системи України, що, насамперед, здійснювалося через сприяння стабільності банківської системи. Посилювався моніторинг вразливості фінансової системи до внутрішніх та зовнішніх факторів та розроблялися заходи з елімінування ймовірних ризиків.

Зокрема, у 2010 році регулятор значну увагу почав приділяти покращенню якості кредитного портфеля банківських установ. У зв'язку з цим було зменшено навантаження на капітал банків шляхом послаблення вимог до оцінки окремих кредитних операцій.

За підсумками 2011 року грошово-кредитна політика Національного банку з рестрикційною спрямованістю зберегла стабільність грошової одиниці України. Приріст індексу споживчих цін становив 4,6%, який став найнижчим показником за попередні 9 років (рис. 2.5). Досягнення нижчого рівня інфляції, порівняно з прогнозованим (8,9%), позитивно вплинуло на динаміку розрахункового валютного курсу, стимулювало заощадження населення і створило міцний фундамент для необхідних структурних зрушень в економіці України.

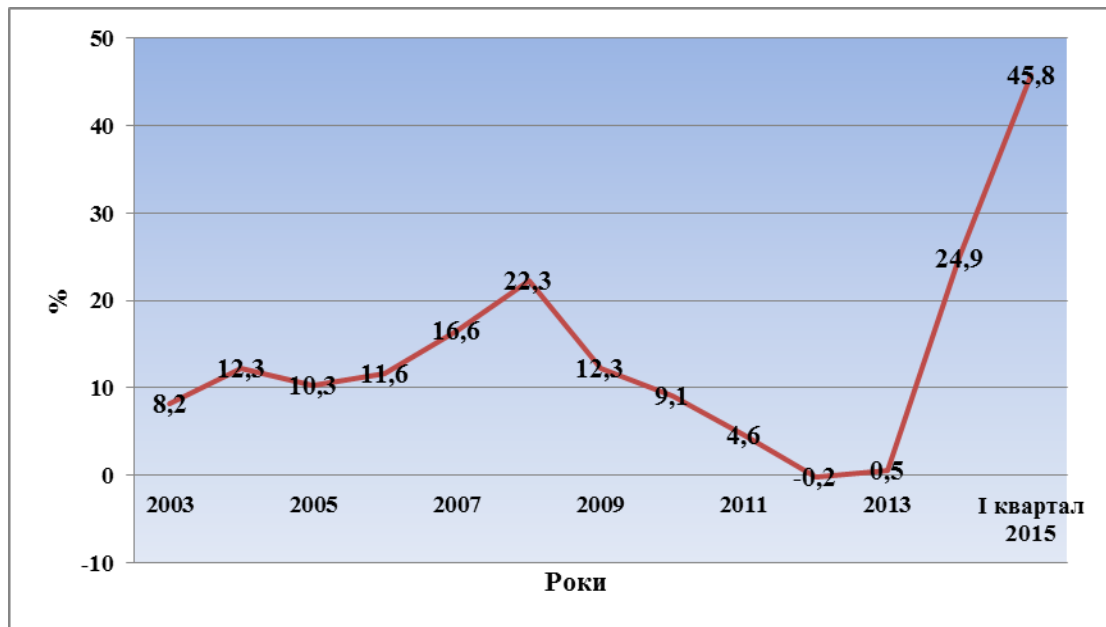


Рис. 2.5 Динаміка індексу споживчих цін у 2003-I квартал 2015 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [69]

У першому півріччі 2011 року ми спостерігаємо стале зростання інфляції, а її показники в річному обчисленні сягнули небезпечних рівнів (від 7,2% у лютому до 11,9% у червні). НБУ застосовував різні засоби для зниження цінових ризиків, а саме: стерилізаційні операції, були збільшені обсяги та відсоткові ставки під час їх проведення; зменшено операції рефінансування банківської системи; застосування жорсткіших правил формування банками обов'язкових резервів. Це дало свої

результати, усі ці заходи сприяли зниженню рівня інфляції на споживчому ринку від 9,1% у грудні 2010 року до 4,6% у грудні 2011 року [119, с. 3].

Зазначимо, що за підсумками 2011 року НБУ дотримувався умов Меморандуму про економічну та фінансову політику в рамках спільної з МВФ програми «Стенд-бай». Регулятор встановлював офіційний курс гривні до долара США на рівні середньозваженого курсу продавців і покупців на міжбанківському валютному ринку за попередній робочий день з можливим відхиленням +/-2%. При цьому щоденні відхилення офіційного курсу гривні від ринкового упродовж року коливалися в межах +0,04%/-0,5% [69].

Одним із основних інструментів, який НБУ використовував у 2011 році для згладжування різких коливань курсу гривні на міжбанківському валютному ринку, було лімітування відкритої валютної позиції комерційних банків. Національний банк зменшив ліміти відкритої валютної позиції банківських установ з 30 до 15%. Зниження лімітів і встановлення жорсткого контролю за діяльністю комерційних банків на валютному ринку з боку НБУ сприяло курсовій стабільності гривні. Ще одним заходом валютного регулювання, за допомогою якого НБУ у 2011 році намагався обмежити попит на іноземну валюту на готівковому валютному ринку, було запровадження норми щодо ідентифікації осіб (пред'явлення паспорта) при проведенні валютних операцій (як купівлі, так і продажу валюти). Як результат, обсяги купівлі валюти на готівковому ринку суттєво зменшилися [13, с. 7-8].

Упродовж 2011 року динаміка грошової пропозиції відповідала макроекономічній ситуації. Збільшення грошової маси та монетарної бази за 2011 рік становило 14,2% і 6,3% відповідно (рис. 2.6).

Водночас, проведення Національним банком у 2011 році виваженої монетарної політики сприяло покращенню очікувань населення, наслідком чого стало зростання загального обсягу банківських депозитів на 17,6%. Залучення банківською системою коштів населення дало змогу активізувати процеси кредитування реального сектору економіки. Загальний обсяг кредитів упродовж 2011 року збільшився на 9,6% порівняно зі зростанням на 1% у 2010 році (рис. 2.7.).

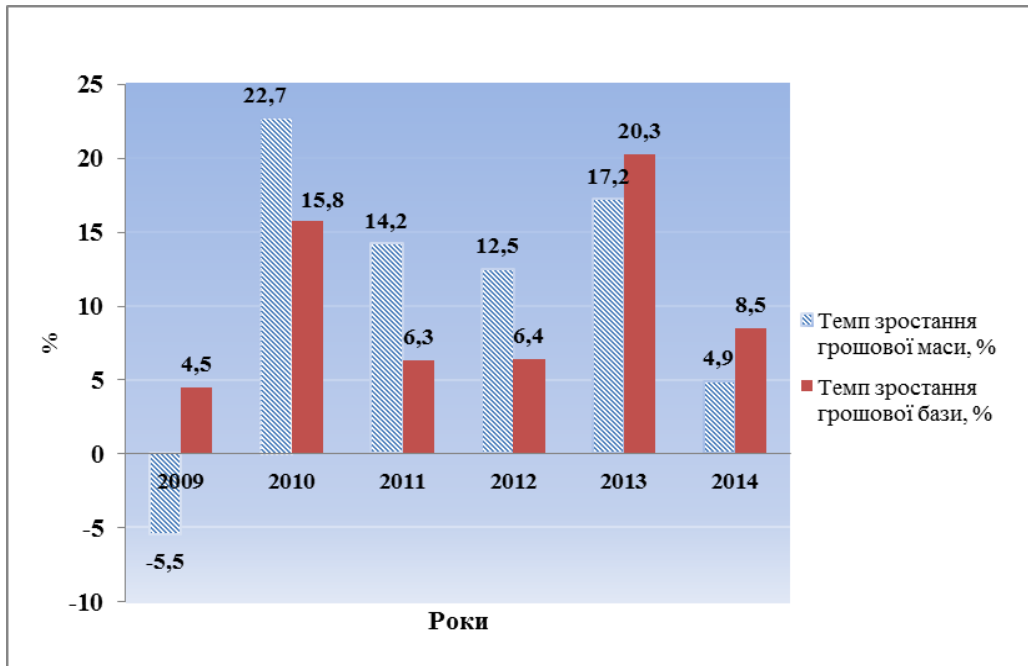


Рис. 2.6 Динаміка монетарних показників у 2009-2014 рр.

Джерело: складено автором на основі [69]

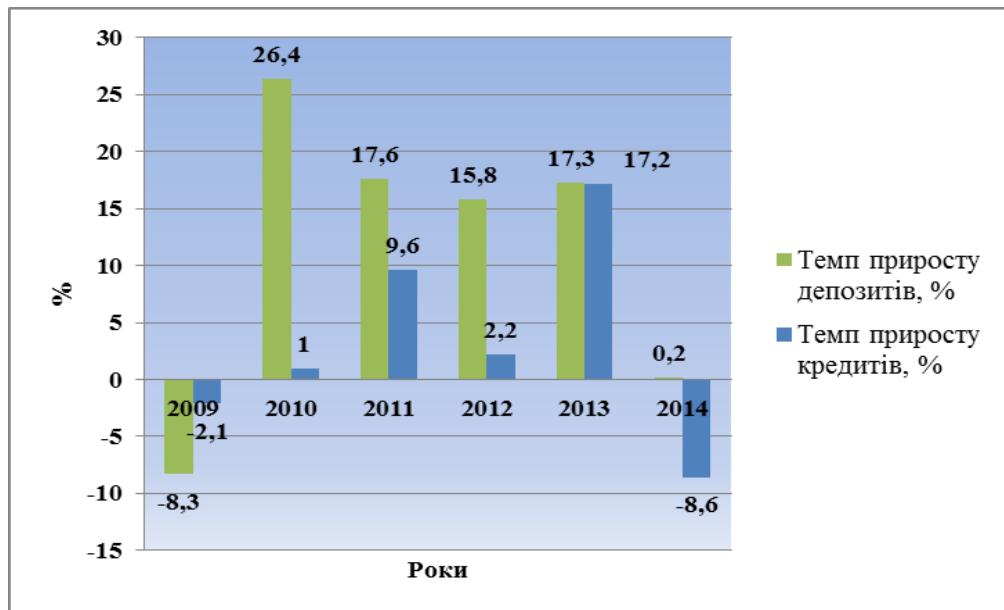


Рис. 2.7 Динаміка депозитів і кредитів у національній та іноземній валютах у 2009-2014 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [69]

Активно у 2011 році використовувалися Національним банком і процентні важелі впливу. Підкреслимо, що НБУ зумів забезпечити стабільність гривні, не вдаючись до підвищення облікової ставки, а також ставок овернайт.

Також, у 2011 році НБУ продовжував приділяти значну увагу фінансовій стабільності через сприяння стабільності банківського сектора. Були прийняті наступні законопроекти: «Про підвищення прозорості банків», «Про нагляд на консолідованій основі», «Про захист прав кредитора», «Про особливості корпоративного управління в банках». Зазначимо, що в процесі їх обговорення брали участь представники вітчизняної банківської сфери та міжнародних організацій.

У цей період, в рамках підсистеми моделювання та прогнозування економічного механізму ІТ, значна увага приділялася удосконаленню підсистеми прогнозування та моделювання механізму інфляційного таргетування. У Національному банку досягнуто значного прогресу щодо вдосконалення аналітичної прогнозної системи, ядром якої є економетричне моделювання. Раніше процес прогнозування в НБУ, як і в багатьох інших центральних банках, базувався на використанні малих «поведінкових» моделей, які мали певні обмеження та недоліки. Для вирішення цих проблем у НБУ була створена Квартальна прогнозна модель, яка нині є базовою моделлю для прогнозування та симуляцій у середньостроковому періоді. Вона була розроблена та впроваджена як простий, але чітко структурований інструмент, який описує дію трансмісійного механізму монетарної політики у середньостроковому періоді [76, с. 10].

В умовах реалізації інфляційного таргетування важливе значення має зростання ефективності та надійності вітчизняного фінансового ринку, оскільки цінні папери активно використовуються для застави на міжбанківському ринку і в операціях з центральним банком. Отже, від рівня розвитку ринку цінних паперів прямо залежить, які інструменти застави матимуть у своєму розпорядженні комерційні банки, що, в свою чергу, впливатиме на обсяг її кредитних можливостей. Тому, в економічно розвинутих країнах фондовий ринок є потужним каналом передавального механізму монетарної політики, що сприяє підвищенню дієвості інструментарію грошово-кредитного регулювання.

За підсумками 2011 року частка операцій з цінними паперами, які вільно обертаються на фондовому ринку України, становила приблизно 11% від його

загального обороту. При цьому, частка операцій, здійснених на організованому ринку за окремими фінансовими інструментами в 2011 році становила [119, с. 5]:

- акцій – 12,25%;
- державних облігацій – 11,59%;
- облігацій підприємств – 20,66%;
- облігацій місцевих позик – 27,54% (Додаток Б).

Враховуючи вищезазначене, а також інформацію, подану в Додатку Б, ми спостерігаємо певне збільшення обсягу операцій з цінними паперами, які здійснюються на організованому ринку. У зв'язку із тим, що майже 90% усіх операцій на ринку проводилися в приватному (закритому) режимі, робимо висновок про значну закритість фондового ринку у 2011 році. Дефіцит цінних паперів, що вільно обертаються на фондовому ринку не дає можливості їх використовувати в якості інструмента ліквідної застави за операціями на міжбанківському ринку. Це знижує кредитний потенціал банківської системи та призводить до здорожчення вартості кредитування.

Виважена грошово-кредитна політика НБУ у 2011 році сприяла досягненню та підтриманню цінової стабільності, забезпечувала прогнозовану динаміку валютного ринку.

Бюджетно-податкова політика не чинила суттєвого тиску на перебіг інфляційних процесів, спостерігаємо певне покращення бюджетної дисципліни, оскільки дефіцит зведеного бюджету щодо ВВП скоротився з 6,0% – у 2010 році до 1,8% – у 2011 році [63].

Розглянемо основні результати реалізації грошово-кредитної політики, що базувалася на досягненні та утриманні цінової стабільності у 2011 році:

1. Приріст індексу споживчих цін у 2011 році становив 4,6% і став найнижчим показником за останні дев'ять років.

2. Приріст реального ВВП за підсумками 2011 року становив 5,2% порівняно зі зростанням на 4,1% у 2010 році.

3. Офіційний курс гривні до долара США упродовж 2011 року був стабільним і знизився на 0,03 грн. з 7,96 грн. станом на 01.01.2011 р. до 7,99 грн. станом на 31.12.2011 р.

4. Зниження інфляції сприяло стабілізації макроекономічних умов та створенню передумов для поживлення інвестиційного процесу. Інвестиції в основний капітал у 2011 році збільшилися на 22,4%, порівняно зі зниженням на 0,6% у 2010 році.

Започаткована у 2011 році тенденція до зниження інфляції продовжилася і у 2012 році. Успішне досягнення Національним банком своєї пріоритетної цілі у 2011 році дозволило НБУ перейти до більш м'якої монетарної політики, яке розпочалося на початку 2012 року.

Починаючи з II кварталу 2012 року річні прирости ІСЦ перебували на близькому до нуля рівні (від 0,3% до -0,3%). За підсумками 2012 року ІСЦ знизився на 0,2% [93].

У межах підсистеми функціонального забезпечення механізму інфляційного таргетування документом «Основні засади грошово-кредитної політики на 2012 р.» було визначено середньостроковий таргет до 2014 р. у формі діапазону на рівні 5-6% із подальшим утриманням у межах 3-5% [62]. При цьому, офіційний короткостроковий прогноз уряду становив 7,9%. Варто зазначити, що у 2011-2012 рр. спостерігаємо відхилення від короткострокових орієнтирів, – фактичні темпи інфляції були меншими від прогнозних.

Досягнення та підтримка цінової стабільності позитивно вплинуло на очікування населення та дали відповідні результати, оскільки відбулося прискорене зростання обсягів депозитів фізичних осіб. У 2012 році вони збільшилися на 19,1%, перевищивши темпи приросту 2011 року (13,1%) (рис. 2.8).

На нашу думку, приріст грошової пропозиції у 2012 році (монетарна база збільшилася на 6,4%) був достатнім для обслуговування економічних процесів і, при цьому, не створював ризиків для цінової стабільності.

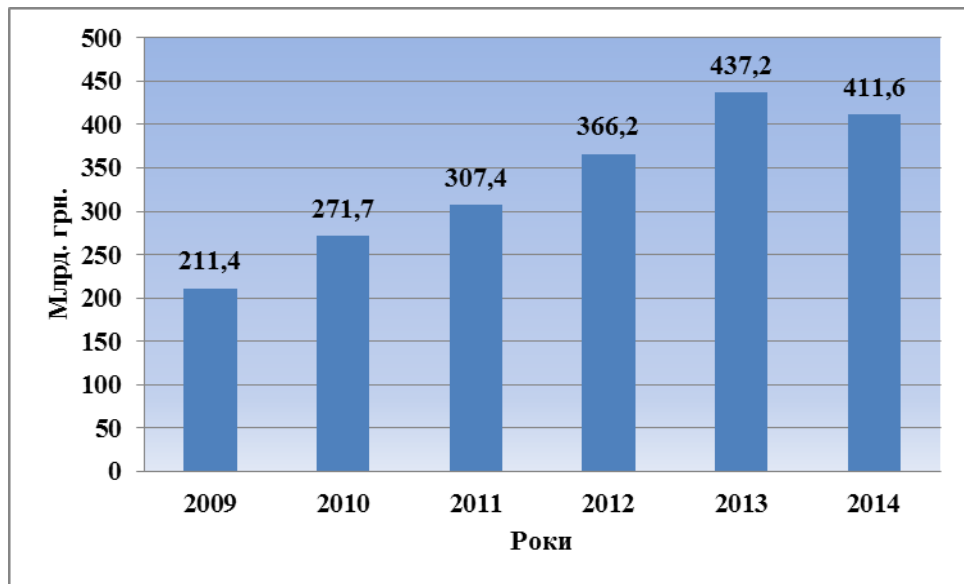


Рис. 2.8 Динаміка депозитів фізичних осіб в національній та іноземній валюті у 2009-2014 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [69]

У 2012 році НБУ активізував підтримку ліквідності банківської системи шляхом надання кредитів рефінансування, у 2012 році їх загальний обсяг становив 97,6 млрд. грн. порівняно з 28,8 млрд. грн. у 2011 році. Обсяг мобілізаційних операцій, навпаки був меншим, ніж у 2011 році, скоротившись з 166,8 млрд. грн. до 16,7 млрд. грн. Обсяг придбаних НБУ цінних паперів збільшився до 38,6 млрд. грн. порівняно з 25,2 млрд. грн. у 2011 році [119, с. 4] (рис. 2.9).

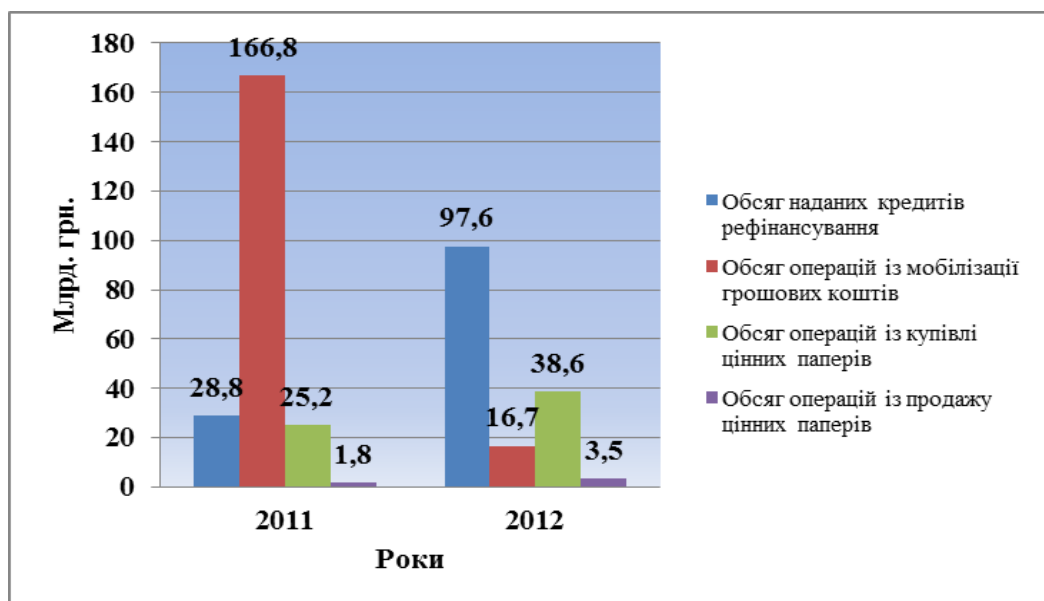


Рис. 2.9 Обсяги активних та пасивних операцій НБУ у 2011-2012 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [69]

Національний банк створював умови для розширення можливостей банків з управління власною ліквідністю. Регулятор поступово зменшував частку обов'язкових резервів, які банки зобов'язані формувати на окремому рахунку в НБУ. Зокрема, 30.11.2011 р. цей показник було зменшено зі 100 до 70%, з 21.03.2012 р. – до 60%, а з 31.05.2012 р. він становив 50% від суми обов'язкових резервів, сформованих за попередній звітний період резервування.

Зазначимо, що упродовж 2012 року НБУ, у межах підсистеми функціонального забезпечення механізму інфляційного таргетування, активізував застосування процентних важелів грошово-кредитної політики, а саме: з 23.03.2012р. регулятор зменшив на 0,25% до 7,5% облікову ставку. Також, упродовж 2012 року, НБУ тричі зменшував рівень ставок за операціями рефінансування «овернайт» (на 0,25% щоразу) до 8,5% за забезпеченими та до 10,5% – за незабезпеченими кредитами. Завдяки цьому знижувалися й середньозважені процентні ставки за тендерними кредитами Національного банку та операціями прямого РЕПО. У цьому контексті, необхідно зазначити, що від початку другої половини травня 2012 року під час проведення тендерів із підтримання ліквідності банків процентна ставка встановлювалася на рівні облікової – 7,5%. Паралельно відбулося зниження процентних ставок за операціями прямого РЕПО, рівень яких у грудні 2012 року становив 7,62% порівняно з 12,05% у грудні 2011 року [119, с. 4].

У другому півріччі 2012 року процентні ставки НБУ почали зростати, пояснення цьому – формування несприятливої ділової кон'юнктури (від'ємне значення ВВП, підвищений попит на іноземну валюту, зростання валютних депозитів, погіршення ринкових очікувань, від'ємне сальдо платіжного балансу). Середньозважена ставка за кредитами на міжбанківському ринку зросла з 5,8 у травні до 15,8% у червні 2012 р. та до кінця року була на високому рівні. У такій ситуації операції за кредитами овернайт та РЕПО майже не здійснювалися і середньозважена ставка за усіма інструментами коливалася на рівні 8,3–12,3% річних. Наведені дані засвідчують, що в Україні простежується значна волатильність ставок на міжбанківському кредитному ринку, зумовлена їх недостатньою чутливістю до імпульсів процентних ставок НБУ [41, с. 384].

З метою усунення кон'юктурних дисбалансів, НБУ розширив інструментарій впливу на грошово-кредитний ринок. Національний банк України отримав право змінювати терміни розрахунку за операціями з експорту-імпорту та запроваджувати обов'язковий продаж експортної виручки. Ці додаткові інструменти було застосовано наприкінці листопада 2012 року і вже в грудні ефективність їхнього застосування мала наочне підтвердження. Так, у грудні 2012 року чистий середньоденний валютний попит знизився за безготівковими операціями в 3,4 раза, а за готівковими – у 6,9 раза [56].

Офіційний курс гривні до долара США у 2012 році був стабільним і станом на кінець року становив 7,99 грн./дол. США. У 2012 році щоденні відхилення офіційного курсу гривні до долара США від ринкового впродовж року перебували в межах від -0,09 % до -1,95 %.

На нашу думку, цінова стабільність є важливим досягненням країни як у 2011 році, так і в першій половині 2012 року. Але, варто зазначити, якщо у 2011 році, при ІСЦ на рівні 4,6% приріст ВВП становив 5,2% порівняно зі зростанням на 4,1% у 2010 році, у 2012 році при дефляції 0,2% збільшення реального ВВП становило лише 0,2% порівняно з 2011 роком. Як бачимо, дефляція не є стимулом для зростання ВВП і тому потрібно уникати дефляційних процесів.

У даному контексті, ми погоджуємося з думкою колишнього голови Ради НБУ Анатолія Гальчинського, який зазначив, що «дефляція 2012 року – це не стільки благо, скільки відображення загальноекономічної стагнації, падіння обсягів ВВП, омертвіння ділової активності» [121].

На нашу думку, близьке до нуля значення показника індексу споживчих цін загрожує економіці України наступними ризиками: зниження ділової активності, погіршення умов господарювання, зростання безробіття. У науковій літературі часто зустрічається твердження, що в результаті дефляції економіка може потрапити у глибоку депресію, і, що втрати від дефляції більші, ніж від високої інфляції. Однак, підкреслимо, що офіційно в економічній літературі ніде не вказується, що саме ІСЦ є головним серед всіх інших індексів.

На ІСЦ істотно впливають ціни на адміністративно регульовані товари і послуги. У разі їх підвищення індекс споживчих цін теж зростає. Тільки, у даному випадку, це не пов'язано з грошово-кредитною політикою.

Звертаємо також увагу на те, що упродовж 2009-2012рр., коли відбувалося зниження приросту загального рівня цін, спостерігаємо досить високі рівні інфляції цін виробників промислової продукції (за винятком 2012 року), а також – індексу-дефлятора ВВП (рис. 2.10).

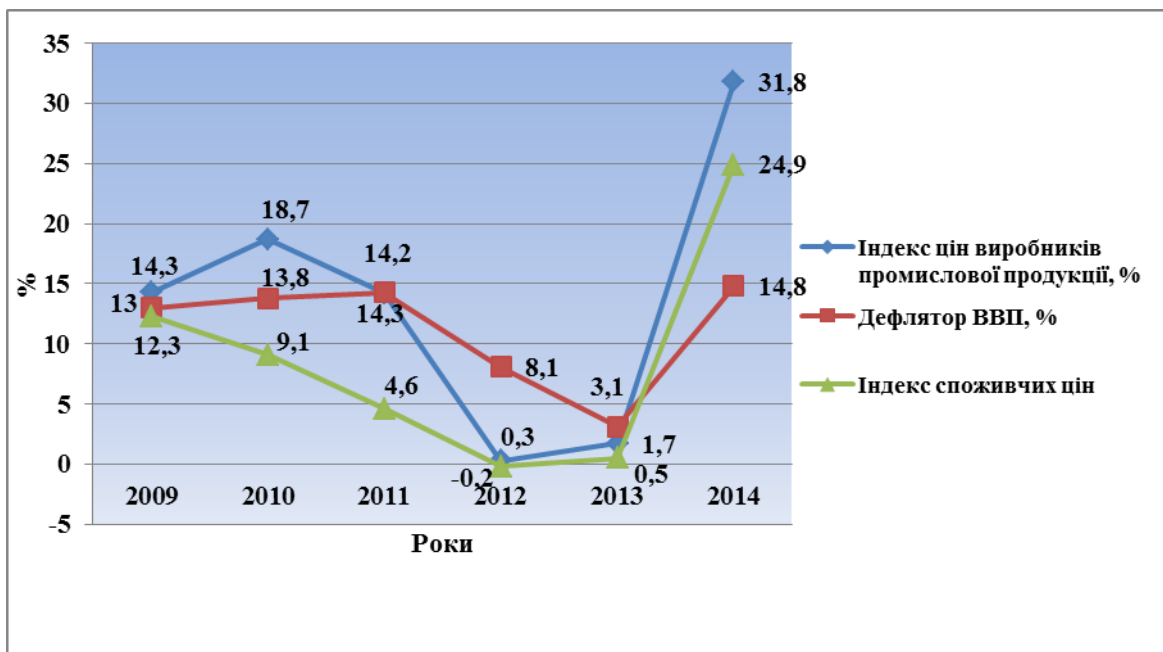


Рис. 2.10 Динаміка індексу споживчих цін, індексу цін виробників та дефлятора ВВП у 2009-2014 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [69]

Аналізуючи ці два індекси, важко сказати, що в Україні спостерігалася дефляція.

Основними засадами грошово-кредитної політики на 2013 рік, у межах підсистеми правового забезпечення механізму таргетування інфляції, уперше визначено ключові принципи реалізації режиму ІТ в Україні [63]:

1) безумовна пріоритетність цілі щодо цінової стабільності та підпорядкування їй усіх інших цілей і завдань грошово-кредитної політики. Як критерій оцінки досягнення основної цілі грошово-кредитної політики використовується показник індексу споживчих цін у річному вимірі.

Одночасно з метою здійснення всебічного аналізу інфляційної ситуації також уважно відстежуватиметься динаміка інших цінових індексів (базовий індекс споживчих цін, індекс цін виробників промислової продукції, індекс-дефлятор ВВП);

2) орієнтація на середньострокову перспективу (від 3 до 5 років). Допускається певне тимчасове відхилення показників приросту індексу споживчих цін, у річному вимірі, від установлених цільових орієнтирів, якщо такі відхилення не несуть загрози для цінової стабільності у середньостроковій перспективі;

3) тісна співпраця з урядом. Вагомі чинники впливу на динаміку інфляції перебувають поза монетарною сферою, і належать до компетенції уряду. За таких умов, лише тісна координація грошово-кредитної політики Національного банку та економічної і бюджетної політики уряду дасть змогу забезпечити ефективне досягнення монетарних цілей і завдань;

4) відсутність зобов'язань Національного банку щодо утримання на певному рівні, або в певних межах, обмінного курсу гривні до іноземних валют. Офіційний курс гривні до долара США встановлюватиметься на підставі її котирувань на міжбанківському ринку;

5) перспективний характер ухвалення рішень. Потреба у застосуванні монетарних регулюючих заходів визначатиметься, насамперед, на підставі інфляційного прогнозу, а також – прогнозних оцінок розвитку реального сектора економіки, платіжного балансу та грошово-кредитного ринку, який робитиметься на підставі аналізу широкого спектра макроекономічних, бюджетних і монетарних показників, їх взаємозв'язку і впливу на стабільність гривні, з урахуванням можливих змін у майбутньому;

6) прозорість діяльності Національного банку перед суспільством. Детальне пояснення мотивів і дій Національного банку у сфері регулювання грошово-кредитного ринку надаватиметься як одразу після ухвалення відповідних рішень (прес-релізи, відеозвернення тощо), так і в офіційних аналітичних та прогнозних документах Національного банку України, які регулярно публікуватимуться на сторінках Офіційного інтернет-представництва Національного банку. Якщо

відхилення показників приросту індексу споживчих цін, у річному вимірі, від установлених цільових орієнтирів спостерігатиметься упродовж шести місяців поспіль, то Національний банк розміщуватиме на сторінках свого Офіційного інтернет-представництва пояснення щодо причин такого відхилення та інформуватиме про заходи, які вживаються для приведення індексу споживчих цін у відповідність до встановлених цільових параметрів.

За підсумками 2013 р. НБУ вдалося забезпечити стабільність грошової одиниці України. У 2013 р. споживча інфляція залишалася на низькому рівні – 0,5% (у розрахунку до грудня попереднього року).

У 2013 р. НБУ здійснював заходи щодо удосконалення процентних важелів грошово-кредитного регулювання.

Згідно із практикою проведення процентної політики в країнах, що імплементували режим ІТ, верхньою межею процентного коридору є ставка за кредитами овернайт, нижньою – ставка за депозитами овернайт. Тому, з метою дотримання правила коридору процентних ставок в реалізації грошово-кредитної політики, Національний банк України, із червня 2013 р. застосовує депозитні сертифікати овернайт. Тому вітчизняний процентний коридор формують: ставка за депозитними сертифікатами овернайт – нижня межа; ставка за кредитами овернайт – верхня межа.

З метою зниження вартості кредитних ресурсів та активізації кредитної діяльності банків у 2013 році НБУ двічі знижував облікову ставку: у червні – із 7,5% до 7% і в серпні – із 7% до 6,5%, до цього вона утримувалася на незмінному рівні з 23 березня 2012 р., коли була знижена із 7,75%; підтримував ліквідність банківської системи на достатньо високому рівні – середньоденний обсяг залишків на коррахунках банків у Національному банку України за 2013 рік становив 25,3 млрд. грн. порівняно з 19,6 млрд. грн. у 2012 році [57].

Завдяки цьому приріст кредитних вкладень в економіку України становив у 2013 році 17,2% порівняно з 2,2% у 2012 році (рис. 2.7.).

Проведення зваженої грошово-кредитної політики у 2013 році сприяло покращенню ринкових очікувань, зокрема, завдяки підтримці прогнозованого

розвитку валютного ринку, що, своєю чергою, стало суттєвим фактором низької інфляційного середовища.

Офіційний курс гривні до долара США у 2013 р. не змінився і становив 7,99 грн./дол. США.

Водночас, збалансованості валютного ринку сприяли регулюючі заходи Національного банку України, спрямовані на пом'якшення впливу зовнішніх шоків, пов'язаних із нестабільністю кон'юнктури світових фінансових і товарних ринків. Серед них: продовження терміну дії вимоги щодо обов'язкового продажу частини експортної виручки та зменшення строків розрахунків за експортно-імпортними операціями. Також, з метою збалансування валютного попиту і пропозиції та недопущення різких курсових коливань гривні, Національний банк України зберігав свою присутність на міжбанківському валютному ринку, здійснюючи операції як з купівлі, так і продажу іноземної валюти [57].

Сальдо валютних інтервенцій Національного банку України у 2013 році було від'ємним, і становило 3,1 млрд. дол. США, що в 2,4 раза менше, ніж у 2012 році (рис. 2.11).

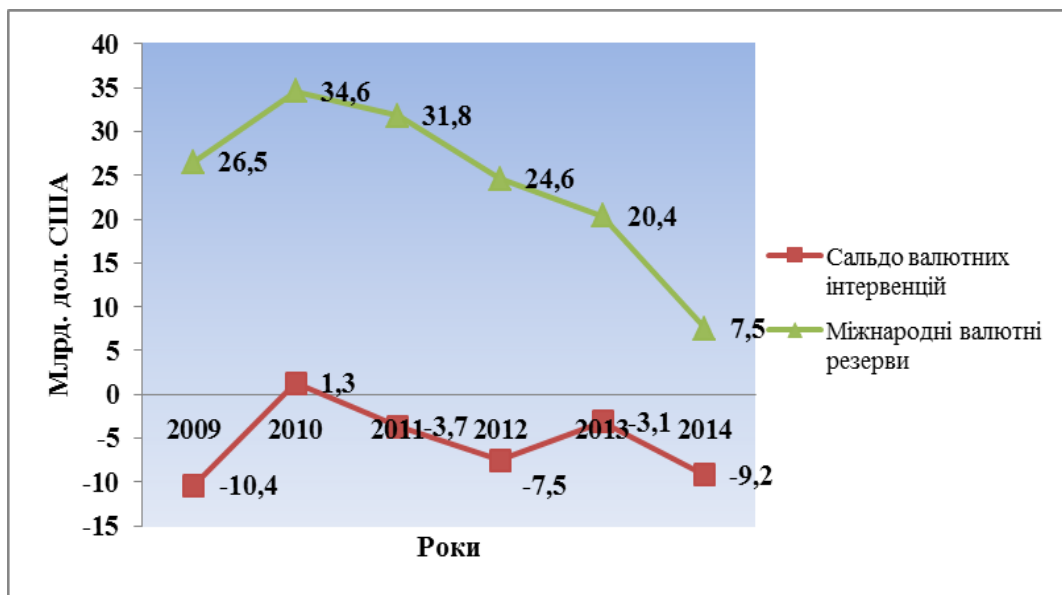


Рис. 2.11 Динаміка валютних інтервенцій НБУ та золотовалютних резервів НБУ у 2009-2014 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [69]

Зазначимо, що з метою зниження впливу зовнішніх чинників на фінансово-кредитну систему та зміцнення статусу гривні як єдиного платіжного засобу та заощадження, НБУ вживав заходів щодо дедоларизації економіки. Зокрема, поглиблював диференціацію нормативів обов'язкового резервування (двічі збільшував нормативи обов'язкового резервування за залученими коштами в іноземній валюті, тим часом як нормативи за коштами в національній валюті залишилися на нульовому рівні), був упорядкований обіг іноземної валюти на поточних рахунках фізичних осіб. Національний банк також звертався до уряду з пропозиціями щодо необхідності посилення контролю за виконанням законів України, які забороняють використовувати іноземну валюту в ролі засобу розрахунку та/або еквівалента вартості товарів і послуг. Результатом такої політики було суттєве превалювання вкладів у гривні в структурі зростання обсягів депозитів банків, зниження на 4.9 в.п. рівня доларизації економіки [120, с. 8].

У 2013 році виконання зовнішніх і внутрішніх зобов'язань держави (загальний обсяг яких становив 12,3 млрд. доларів США, у т.ч. на користь МВФ – 5,7 млрд.доларів США) було визначальним чинником впливу на динаміку міжнародних резервів, обсяг яких зменшився на 4,1 млрд. доларів США – до 20,4 млрд. доларів США [57] (рис. 2.11).

У 2013 році спостерігаємо стимулюючу грошово-кредитну політику НБУ. Приріст монетарної бази у 2013 році становив 20,3%. Таке збільшення грошової пропозиції було більшим за прогнозований рівень, визначений в Основних засадах грошово-кредитної політики на 2013 рік (від 6% до 8%), але не створювало ризиків для стабільності гривні.

З'ясовано, що у 2013 році збільшився обсяг операцій з цінними паперами, які здійснювалися на організованому ринку. Закритість фондового ринку дещо знизилася. Майже 70% усіх операцій на ринку здійснювалися у позабіржовому сегменті порівняно з 90% у 2011-2012 рр. (Додаток Б). Рівень використання цінних паперів, як інструменту застави, залишався незначним у зв'язку з дефіцитом високоліквідних цінних паперів.

У структурі операцій організаторів торгів домінували операції з державними облігаціями України за підсумками 2013 року їх частка становила 74% від загального обігу цінних паперів на організованому фондовому ринку (рис. 2.12).

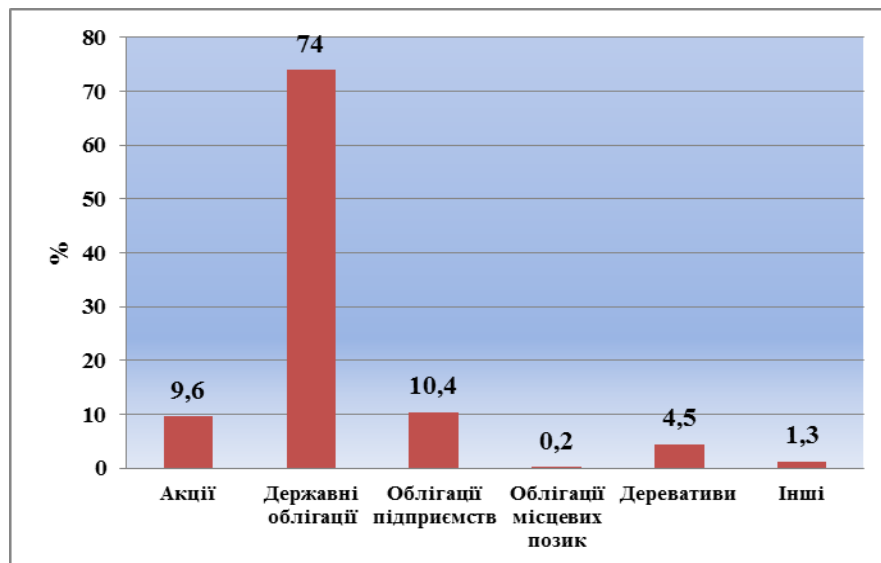


Рис. 2.12 Структура операцій організаторів торгів за видами цінних паперів у 2013 р.

Джерело: складено автором на основі [69]

Спостерігаємо у 2013 році позитивні тенденції у розвитку грошово-кредитного ринку, серед яких [57]:

- прогнозований розвиток валютного ринку, що проявилось у зниженні попиту на іноземну валюту та відсутності різких коливань обмінного курсу гривні. Середньозважений обмінний курс гривні до долара США на міжбанківському ринку станом на кінець 2013 року порівняно з кінцем 2012 року знецінився лише на 1,2% – до 8,1508 грн./дол. США (рис. 2.13.);

- посилення довіри до національної грошової одиниці України та банківської системи. Обсяг депозитів у національній валюті у 2013 році збільшився на 31,6%, тоді як в іноземній валюті зменшився на 1,2% (рис. 2.14);

- поступова активізація кредитної діяльності банків. Зростання обсягу кредитних вкладень за 2013 рік становило 17,2% порівняно з 2,2% у 2012 році (рис. 2.7.).

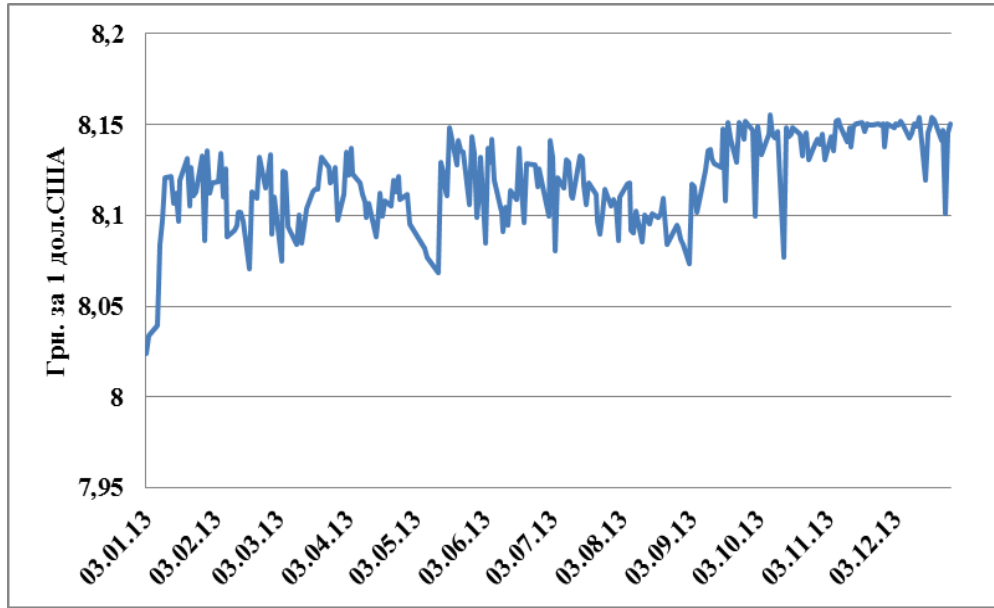


Рис. 2.13 Динаміка середньозваженого курсу на міжбанківському валютному ринку України у 2013 р.

Джерело: побудовано автором на основі [69]

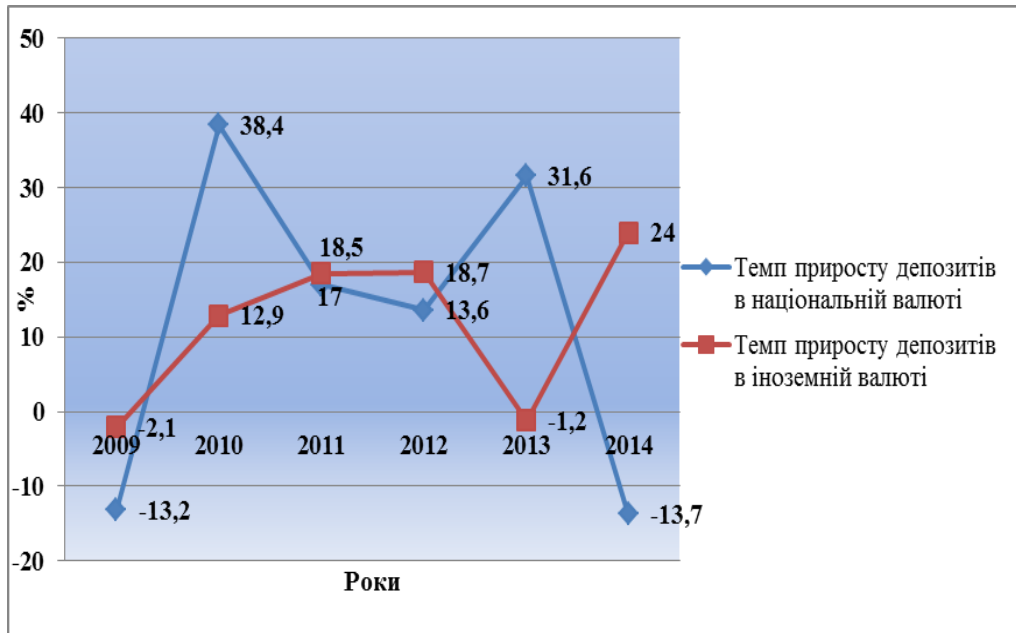


Рис. 2.14 Темпи приросту депозитів в національній та іноземній валюті у 2009-2014 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [69]

Зазначимо, що особливістю 2013 року була стабілізація споживчої інфляції на майже нульовому рівні. Показник приросту індексу споживчих цін, у річному

вимірі, коливався в межах від «мінус» 0,8% (у березні та квітні) до 0,5% (у грудні) [64].

Одночасно, попри низькі темпи інфляції відбувалося накопичення зовнішніх та внутрішніх дисбалансів в економіці. Так, у 2013 році дефіцит поточного рахунку платіжного балансу сягнув 9% ВВП, який не повною мірою покривався залученням боргових коштів на міжнародних ринках. Це, відповідним чином, позначалося на динаміці міжнародних резервів, обсяг яких у 2013 році зменшився на 4,1 млрд. дол. США [64].

Підсумувавши наслідки реалізації режиму інфляційного таргетування в Україні можемо констатувати досягнення мети цінової стабільності у 2011-2013 рр. Однак, зниження інфляції не супроводжувалося відповідними структурними реформами в економіці та не сприяло макроекономічній стабілізації загалом. У результаті чого у 2013 році зафіксовано нульовий приріст реального ВВП порівняно з 2012 роком. Також, за період 2010-2013 рр. відбувався розвиток наступних підсистем економічного механізму інфляційного таргетування: правового забезпечення, функціонального забезпечення, прогнозування та моделювання, до того ж активно покращувалася підсистема інформаційного забезпечення: прес-конференції, доповіді, інтерв'ю вищого керівництва НБУ, удосконалення інформаційного наповнення, дизайну офіційного сайту НБУ, розміщення аналітичних матеріалів з урахуванням кращого досвіду центральних банків, які застосовують режим ІТ.

Події кінця 2013 року негативно вплинули на кон'юнктуру грошово-кредитного та валютного ринків. Унаслідок погіршення очікувань економічних суб'єктів зріс попит на іноземну валюту і почався відтік депозитів з банківської системи.

Роком справжніх випробувань для української економіки став 2014 рік: загострення ситуації в східних регіонах України призвело до падіння ВВП, погіршення очікувань економічних агентів, знецінення гривні та відпливу депозитів з банківської системи. Погіршення ситуації в економіці та фінансовій сфері мало відповідні інфляційні наслідки. Приріст індексу споживчих цін, у річному вимірі, у

грудні збільшився до 24,9% з 0,5% у грудні 2013 року (рис. 2.5). Основними чинниками такої цінової динаміки були зниження обмінного курсу гривні (у січні-серпні 2014 року обмінний курс гривні до долара США на міжбанківському ринку знизився на 66,9% до 13,6058 грн./дол. США [69]), погіршення ринкових очікувань та підвищення окремих адміністративно регульованих цін.

Обсяг міжнародних резервів у січні-грудні 2014 року зменшився на 63% – до 7,5 млрд. дол. США (рис. 2.11) на що, в основному, вплинули платежі з погашення та обслуговування державного та гарантованого державою боргу (7,6 млрд. дол. США) та перевищення продажу валюти Національним банком над купівлею (3,9 млрд. дол. США) [69].

Зазначимо, що 6 лютого 2014 року, НБУ вперше за попередні півтора року переглянув офіційний курс гривні до долара, знизивши його до 8,7080 грн/дол. з 7,9930 грн/дол. Тобто, Національний банк України перейшов до гнучкого курсоутворення на валютному ринку і надалі офіційний курс гривні до долара встановлювався на основі середньоринкового курсу на міжбанківському ринку [69].

Відповідно до Постанови Правління НБУ № 180 «Про внесення змін до Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів» від 31 березня 2014 року НБУ розраховував офіційний курс гривні до долара США, як середньозважений курс продавців і покупців, що склався на поточний робочий день, згідно з даними системи Нацбанку, за підтвердженням угод на міжбанківському валютному ринку України. Відповідно до Постанови № 180 курс гривні до вільно конвертованих валют та валют країн, які є головними зовнішньоекономічними партнерами України починають діяти, з часу їх встановлення, у день затвердження [85].

До того ж, офіційний курс гривні до долара США встановлювався на рівні середньозваженого ринкового курсу, що формується поточного робочого дня за операціями з купівлі та продажу долара США без передбачених раніше можливих відхилень $\pm 2\%$. Починаючи з 7 лютого 2014 року, Національний банк України вже встановлював офіційний курс гривні до долара США на рівні її середньозважених

ринкових котирувань, тобто за результатами торгів на міжбанківському валютному ринку України. Тепер такий порядок закріпився на нормативному рівні [69].

Процентна політика Національного банку України у 2014 році спрямовувалася на зменшення девальваційного та інфляційного тиску. З цією метою НБУ тричі у 2014 році збільшував розмір облікової ставки: 15 квітня 2014 року з 6,5% до 9,5%; 17 липня 2014 року – до 12,5%; 13 листопада – до 14%. Також, регулятор підвищив процентну ставку за постійно діючим механізмом рефінансування овернайт. Середньозважена процентна ставка за кредитами у національній валюті знизилася: з 17,5% у грудні 2013 року, до 16,6% у грудні 2014 року (рис. 2.15.).

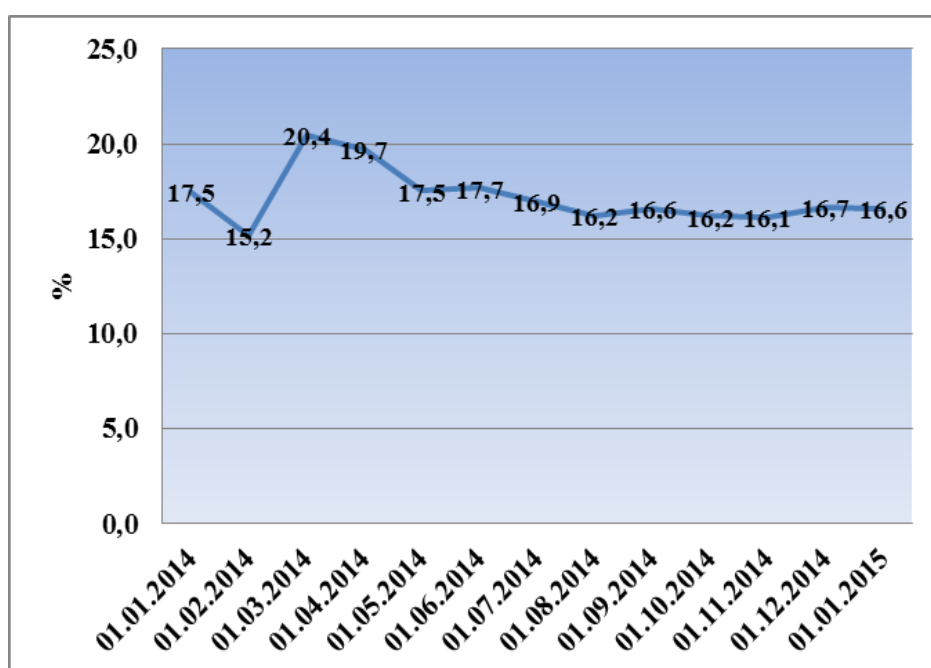


Рис. 2.15 Динаміка відсоткових ставок за кредитами в національній валюті у 2014 році

Джерело: побудовано автором на основі [69]

Загальний обсяг банківських кредитів у національній валюті, за січень – грудень 2014 року зменшився на 8,6% до 545,5 млрд. грн. (рис. 2.16).

Загальний обсяг депозитів у національній валюті за січень-грудень 2014 року зменшився на 13,7% до 364,5 млрд. грн. (рис. 2.17).

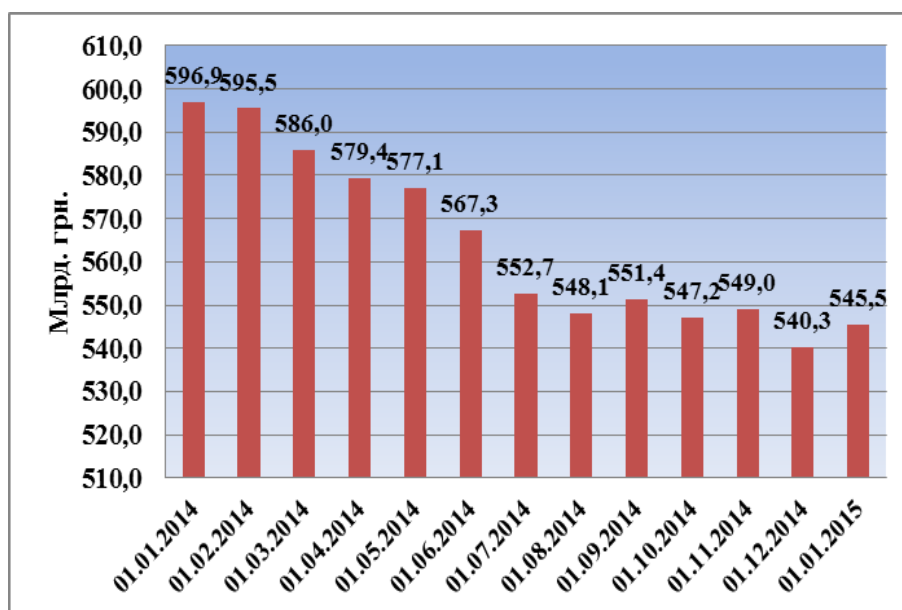


Рис. 2.16 Загальний обсяг банківських кредитів в національній валюті у 2014 р.

Джерело: побудовано автором на основі [69]

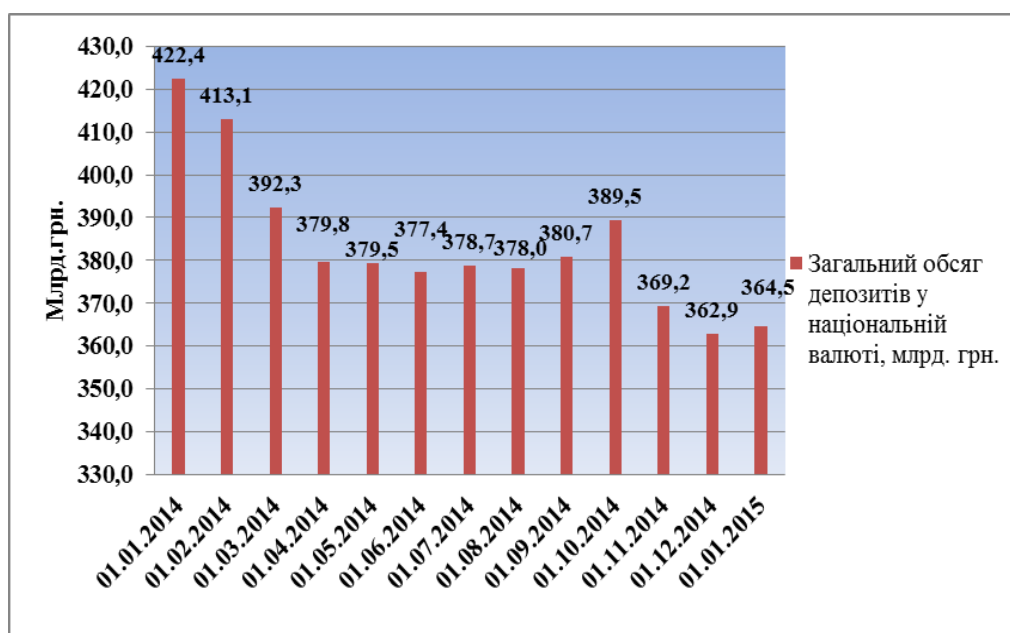


Рис. 2.17 Загальний обсяг банківських депозитів у національній валюті у 2014 р.

Джерело: побудовано автором на основі [69]

В умовах погіршення очікувань, пік якого припав на кінець I-го кварталу 2014 року, дії Національного банку спрямовувалися, насамперед, на відновлення довіри вкладників і стабілізацію банківської системи. Були запроваджені додаткові

спеціальні механізми підтримки ліквідності банків, збільшені обсяги такої підтримки, пом'якшені вимоги до формування банками обов'язкових резервів, а на валютному ринку застосовані тимчасові регулюючі заходи. Означені кроки мали очевидні позитивні ефекти. Сприяли деякому поліпшенню ринкових очікувань та покращенню, в II кварталі 2014 року, ринкової ситуації, що проявлялося у формуванні, в цей період, чистої пропозиції готівкової та безготівкової іноземної валюти на міжбанківському ринку та покращенні динаміки депозитів населення (у червні був зафіксований їх приріст) [65].

З метою забезпечення транспарентного та нестабільного процесу формування середньозваженого валютного курсу з 15 серпня 2014 року на сторінках офіційного інтернет-представництва Національного банку України щоденно публікувалася інформація про поточні котирування та обсяги операцій міжбанківського ринку.

Як бачимо, економічна ситуація у 2014 році була надзвичайною [69]:

- зниження ВВП у другому кварталі 2014 року становило 4,7%. Падіння обсягів промислового виробництва у січні-липні становило 5,8% порівняно із відповідним періодом минулого року;

- обсяг міжнародних резервів у січні-серпні 2014 р. скоротився до 15,8 млрд. дол. США, на що, в основному, вплинули платежі з погашення й обслуговування державного та гарантованого державою боргу (7,6 млрд. дол. США) та перевищення продажу валюти Національним банком над купівлею (3,9 млрд. дол. США);

- зростання обсягів зовнішніх виплат. Національна акціонерна компанія «Нафтогаз України» у вересні 2014 року заплатила за своїми зобов'язаннями 1,6 млрд. євро по п'ятирічних євробондах, випущених в 2004 році. Валюта, необхідна для погашення єврооблігацій була придбана в НБУ;

- дефіцит зведеного платіжного балансу за січень-липень 2014 року становив 4,5 млрд. дол. США, у тому числі поточного рахунку – 2,3 млрд. дол. США, фінансового та капітального рахунку – 2,2 млрд. дол. США.

- офіційний курс долара по відношенню до гривні 26 серпня досягнув нового історичного максимуму – 13,659 грн.

Вважаємо, що, в умовах надзвичайної економічної ситуації, заходи впливу мають бути відповідними. Тому, НБУ застосував низку адміністративних заходів.

В Додатку Д розглянуті основні Постанови, прийняті Правлінням НБУ для стабілізації грошово-кредитного та валютного ринків України за період з лютого 2014 року по березень 2015 року.

Відзначимо, що заходи монетарного регулювання, застосовані Національним банком у 2014 році, відповідають рекомендаціям міжнародних фінансових організацій, у тому числі МВФ.

Ситуація на грошово-кредитному ринку все ще залишалася волатильною. Так, у липні та серпні навіть на фоні позитивних економічних сигналів (зниження місячних темпів інфляції, успішний перший перегляд програми «стенд-бай», відновлення припливу іноземного капіталу на ринок внутрішніх запозичень) спостерігаємо значні коливання курсу на валютному ринку (рис. 2.18). Для нейтралізації цих тенденцій Національний банк у серпні 2014 року запровадив 100%-й продаж іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку [64]. Однак, обсяги валютних надходжень за зовнішньоторгівельними операціями істотно знизилися через скорочення експорту. На нашу думку, обов'язковий продаж іноземної валюти необхідно було запровадити ще у лютому 2014 року і тоді панічних настроїв населення вдалося б уникнути.

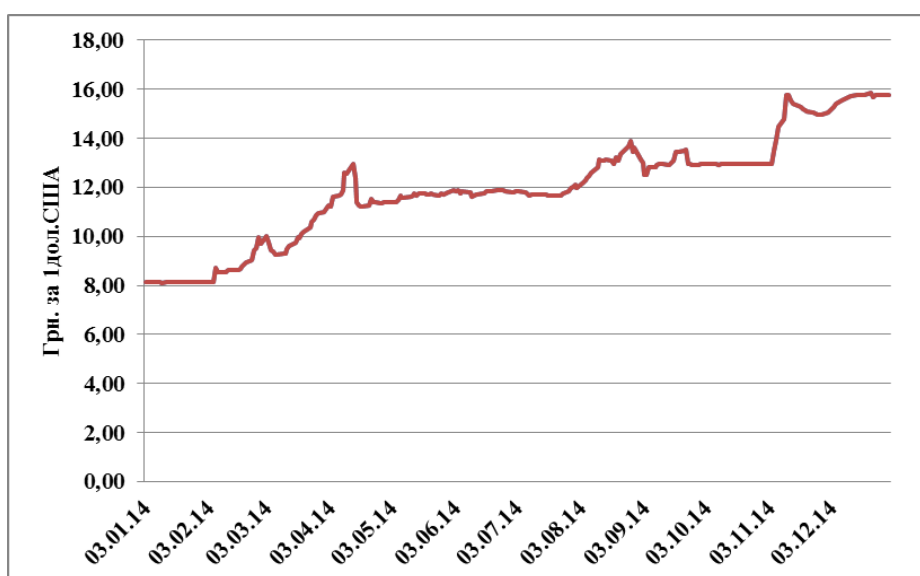


Рис. 2.18 Динаміка валютного курсу у 2014 році

Джерело: побудовано автором на основі [69]

У зв'язку із підвищенням курсової волатильності гривні НБУ застосовував валютні аукціони, які з вересня 2014 р. проводилися за правилами класичного голландського аукціону: задоволення в першу чергу і в повному обсязі заявок на продаж валюти за найвищим курсом. З 5 листопада 2014 року НБУ почав проводити валютні аукціони щоденно. В аукціонах брали участь 88 банків. Для цього вони з 9 до 10 години ранку подавали заявки на купівлю валюти за запропонованим ними курсом. З 10 до 11 години заявки банків опрацьовувалися. Кілька пропозицій за найбільшою ціною підлягали відсіканню і не брали участі в аукціонах. На підставі заявок, що задовольнялися на аукціоні, розраховувався середньозважений обмінний курс гривні, який, разом із курсом відсікання, оприлюднювався на офіційному сайті Національного банку [69].

Упродовж вересня-жовтня 2014 року спостерігаємо короткострокову стабілізацію курсу гривні. У вересні середній офіційний курс гривні НБУ становив 13,01 грн., а у жовтні – 12,95 грн.

Починаючи з 5 листопада 2014 року (рис. 2.18.) спостерігаємо різке зростання офіційного курсу гривні до долара США³. Така ж тенденція продовжилася до кінця грудня 2014 року⁴.

Як бачимо, застосування валютних аукціонів не забезпечило валютної стабілізації, в основному, через недостатність обсягу продаваних валютних ресурсів Національним банком.

Підсумовуючи, зауважимо, що результативність валютних інтервенцій та аукціонів виявилася низькою та обмеженою. Курс долара надалі продовжував зростати. Золотовалютні резерви скоротилися до катастрофічного рівня, і, станом на 01 січня 2015 року становили 7,5 млрд. дол. США.

Адміністративні заходи НБУ, застосовані у лютому-грудні 2014р., виявилися низькоефективними через несприятливу дію низки як об'єктивних, так і суб'єктивних чинників. Військові дії на Сході нашої країни є головним об'єктивним

³У листопаді 2014 р. середній офіційний курс гривні НБУ становив 14,81 грн.

⁴У грудні 2014 р. середній офіційний курс гривні НБУ становив 15,62 грн.

чинником, що безпосередньо пов'язаний із суб'єктивними – штучним нагнітанням панічних настроїв серед населення та бізнесу [69].

На початку 2015 р. інфляційні процеси в Україні суттєво прискорилися. Так, у березні ІСЦ становив 145,8% до березня 2014 р. (рис. 2.5). Основними причинами такої інфляційної динаміки стали [69]:

1) девальвація гривні відносно долара, яка наприкінці лютого 2015р. сягнула 30 грн./дол. США на міжбанківському ринку;

2) падіння ВВП за підсумками I кварталу 2015 р. становило 17,2% порівняно із I кварталом 2014 р. У січні-березні індекс виробництва промислової продукції, порівняно з відповідним періодом минулого року зменшився на 21,4%;

3) панічні настрої населення, підсилені повідомленням про підвищення з 1 квітня тарифів на житлово-комунальні послуги, спричинили ажіотажний попит на товари довгострокового зберігання: цукор, борошно, крупи;

4) запровадження наприкінці лютого додаткового імпортного збору у розмірі 10% для продовольчих товарів.

З метою приборкання інфляційного тиску та девальваційних очікувань НБУ проводив жорстку монетарну політику та активно застосовував процентні важелі впливу, зокрема двічі збільшував облікову ставку: 06.02.2015 р. з 14% до 19,5%, з відповідним коригування ставок за операціями постійної дії: ставку за кредитами овернайт збільшено з 17,5% до 23%, а за депозитами овернайт – з 11% до 13%); 04.03.2015 р. розмір облікової ставки збільшено до 30%, з одночасним коригуванням ставок за активними та пасивними операціями з регулювання банківської ліквідності: ставка за кредитами овернайт зросла до 33%, а за депозитами овернайт – до 20%.

З 5 лютого 2015 р. Національний банк припинив проводити щоденні валютні аукціони та відмовився від використання індикативного курсу гривні, що, фактично, стало свідченням неспроможності регулятора впливати на курсову ситуацію, і в результаті чого офіційний обмінний курс наблизився до тіньового курсу.

Також, НБУ у I кварталі 2015 року застосував низку адміністративних заходів (Додаток Д), зокрема [32]:

- заборона уповноваженим банкам здійснювати купівлю іноземної валюти за дорученням клієнтів за рахунок коштів у гривні, залучених у формі кредиту;
- здійснення авансових платежів за імпорнтними контрактами клієнтів загальною вартістю понад 50 000 дол. США має підтверджуватися дозволом Національного банку або здійснюватися через акредитивну форму розрахунків;
- здійснення платежів за імпорнтними контрактами клієнтів загальною вартістю понад 500 000 дол. США має відбуватися виключно через акредитивну форму розрахунків;
- встановлено, що кошти в гривнях, попередньо перераховані банком на окремий аналітичний рахунок для здійснення купівлі іноземної валюти за дорученням клієнтів, можуть бути перераховані на купівлю іноземної валюти не раніше четвертого дня із дня їх зарахування на цей рахунок;
- заборона на надання кредитів у національній валюті (включаючи пролонгацію раніше наданих відкритих кредитних ліній), якщо в забезпечення зобов'язань за такими кредитами надано майнові права на кошти в іноземній валюті;
- заборона банкам купувати іноземну валюту за дорученням клієнтів-резидентів (крім фізичних осіб), які мають на рахунках у банках кошти в іноземній валюті, в сумі понад 10 000 доларів США (в еквіваленті за офіційними курсами відповідних валют, на дату подання клієнтом заяви про купівлю іноземної валюти).

Окрім цього, з метою зменшення обсягів вільної банківської ліквідності, на початку березня було прийняте рішення про збільшення обсягу обов'язкових резервів банків у наступному періоді резервування (11 березня – 10 квітня) та активно проводились мобілізаційні операції. За підсумками I кварталу 2015 року їх обсяг становив 668,9 млрд.грн. (рис. 2.19), а ставка за депозитними сертифікатами строком на місяць 30.03.2015 р. сягнула 27%.

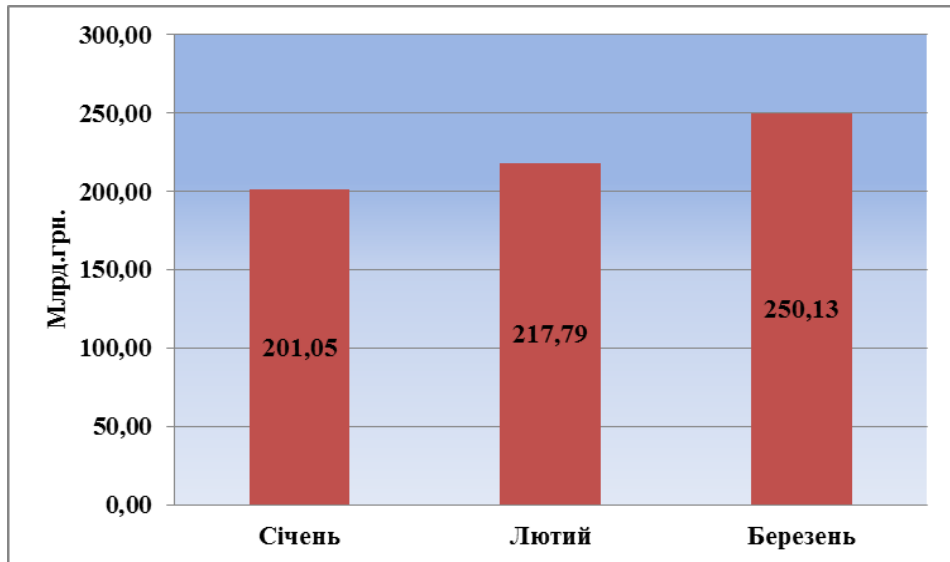


Рис. 2.19 Операції Національного банку України з мобілізації коштів банків у I кварталі 2015 року

Джерело: побудовано автором на основі [69]

Висока прибутковість пасивних операцій НБУ порівняно із вартістю міжбанківських ресурсів (середньозважена вартість міжбанківських ресурсів у березні становила близько 26%) знижує мотивацію банків до кредитування. Таким чином, встановлення надвисоких процентних ставок за депозитними сертифікатами Національного банку порушує принцип ефективності процентної політики, згідно з яким ставки за мобілізаційними операціями постійного доступу повинні бути найнижчими на грошовому ринку [65].

Упродовж I кварталу 2015 р. відбулося скорочення обсягів валютних інтервенцій з продажу іноземної валюти Національним банком: з 4,6 млрд. дол.США (в еквіваленті) у IV кварталі 2014 р., до 1,5 млрд. дол. США – у I кварталі 2015 р. [32].

За підсумками I кварталу 2015 р. збільшено золотовалютні резерви, обсяг яких на кінець березня становив 9,9 млрд.дол. США порівняно з 7,5 млрд.дол. США на початок 2015 р., чому сприяло отримання чергового траншу від МВФ у розмірі 5 млрд.дол. США.

Активне застосування процентних важелів впливу в поєднанні із адміністративними заходами, стримана динаміка грошової пропозиції – темпи

зростання грошової маси уповільнилися в березні до 8,2%, у річному вимірі порівняно з 21,6% на кінець лютого 2015 р., сприяли стабілізації ситуації на валютному ринку. Обмінний курс гривні у березні 2015 р. зміцнився відносно долара США на 15,6%, з 27,76 гривні на початок березня до 23,44 гривні на 31 березня, за I квартал 2015 року гривня девальвувала на 48,6%. (з 15,77 до 23,44 грн./дол.США).

Зазначимо, що активна звітна політика голови НБУ перед населенням і ВРУ, в межах підсистеми підзвітності механізму інфляційного таргетування, стосовно заходів, які застосовуються для стабілізації ситуації в країні, не сприяла зниженню інфляційних та девальваційних очікувань. Як наслідок, продовжився вплив коштів населення з банківської системи, схильність до заощаджень в I кварталі 2015 року залишилася на нульовому рівні, тривало скорочення кредитування реального сектору економіки.

На нашу думку, те, що на сьогодні режим інфляційного таргетування не працює в Україні, не є проблемою суті цього режиму і не знижує його ефективності за умов відновлення політичної та економічної стабільності. Воєнні дії на Сході країни, несвоєчасна відмова від фіксації валютного курсу призвели до зростання інфляційних очікувань. Окрім цього, значну роль відіграла недостатньо виважена інформаційна політика голови НБУ, що призвело до поширення панічних настроїв серед населення. Ми не можемо говорити, що режим інфляційного таргетування не дає позитивних результатів, коли досвід зарубіжних країн доводить його дієвість. На нашу думку, ситуація на валютному та грошово-кредитному ринках, яку спостерігаємо сьогодні, все-таки, підтверджує необхідність і важливість створення відповідних передумов перед запровадженням ІТ в Україні і переходом до гнучкого обмінного курсу.

2.3. Зарубіжний досвід застосування механізму інфляційного таргетування та його адаптація до умов України

Вивчення світового досвіду використання режиму ІТ має важливе значення для удосконалення інструментів і процедур реалізації грошово-кредитної політики України, а також приведення їх у відповідність з нормами таргетування інфляції. Для розробки власної ефективної монетарної політики Україні необхідно вивчити досвід країн, які вже досягнули істотних результатів в реалізації інфляційного таргетування.

Більшість зарубіжних та вітчизняних науковців у своїх працях аналізують теоретико-концептуальні основи режиму таргетування інфляції, його відмінні риси та переваги використання порівняно з іншими монетарними режимами. Вони досліджують основні теоретичні положення, принципи інфляційного таргетування, максимально ефективне середовище для його функціонування, етапи запровадження тощо. Менше уваги науковці приділяють системному аналізу економічного механізму режиму інфляційного таргетування.

У цьому параграфі проаналізовано економічний механізм інфляційного таргетування 30 країн. Як зазначалося в першому розділі у структурі економічного механізму ми виділяємо п'ять підсистем: 1) функціонального забезпечення; 2) підзвітності; 3) інформаційного забезпечення; 4) моделювання та прогнозування; 5) правового забезпечення.

Розглянемо детальніше функціональну підсистему ІТ.

Орган, який визначає інфляційну ціль. У 14 із 30 країн інфляційна ціль встановлюється спільно урядом і центральним банком: угода між міністром фінансів і головою центрального банку (Нова Зеландія); спільна заява (Канада, Австралія, Ісландія); у 13 – центральним банком, у Норвегії, Великобританії, Південній Африці – урядом (Додаток А). За монетарного режиму, що базується на цінній стабільності, уряд і ЦБ можуть відповідати лише за ту частину інфляції, яка спричиняється факторами, що перебувають у межах їх контрольної функції.

На нашу думку, оптимальним варіантом є визначення цільового показника грошово-кредитної політики центральним банком. У разі виникнення непередбачуваних ситуацій цільовий показник може бути змінений після консультацій між урядом і центральним банком за умови розкриття громадськості інформації як про саму зміну, так і про її причини. При цьому, за центральним банком зберігається повна незалежність, а уряд розділяє з ним публічно відповідальність за інфляцію.

Показники таргетування інфляції у розвинутих країнах знаходяться в межах від 1% до 3% (Додаток А). Урядам цих країн було б важко встановити вищий таргет для інфляції, оскільки це призвело б до зниження довіри до центрального банку. Таким чином, навіть якщо таргет встановлює тільки уряд, на практиці, у розвинутих країнах свобода його дій дуже обмежена.

Цільовий вимірник. Більшість центральних банків таргетують індекс споживчих цін. Останній, як об'єкт таргетування, має низку переваг: доступний для сприйняття громадськістю, оскільки він найкраще відображає зміни вартості життя; добре зрозумілий суспільству; вільно публікується і регулярно розраховується. Деякі центральні банки, в якості об'єкта таргетування, застосовують базову інфляцію (БІ), яка розраховується на основі індексу загального рівня цін шляхом вилучення із споживчого кошика складових, які мають немонетарний характер (наприклад, паливо, продовольчі товари з низьким ступенем обробки, а також послуги, ціни на які регулюються адміністративно). В Австралії, Канаді, Гані, Угорщині, Ізраїлі та Туреччині додатково публікуються прогнози базової інфляції (Додаток В). Вона повністю контролюється центральним банком, чутливіша до процентної політики, і тому її досягнення є більш ймовірним. Однак, БІ виключає ціну на продукти харчування, як найбільш мінливий компонент. У деяких країнах, що розвиваються вони можуть становити більше 40% споживчого кошика, і їх неврахування просто б знизило рівень довіри до монетарних органів. Усі 30 країн, які запровадили інфляційне таргетування, використовують ІСЦ як об'єкт таргетування.

На нашу думку, центральний банк повинен обирати за цільовий орієнтир індекс споживчих цін, оскільки він зрозуміліший суспільству, а базову інфляцію обчислювати для оцінки впливу монетарних факторів на інфляцію.

Цільовий діапазон. Наступним питанням, яке потрібно вирішити у процесі реалізації ІТ, є визначення ступеня гнучкості інфляційного орієнтиру. Інфляційний таргет може мати точкову форму або форму діапазону. На нашу думку, перевагою точкового цінового таргету є чіткий сигнал від центрального банку економічним агентам, а також легкість визначення ефективності досягнення мети грошово-кредитної політики. Цільовий діапазон може сприйматися населенням як нездатність центрального банку забезпечити точний контроль над інфляцією.

Більшість центральних банків обирає таку форму інфляційного таргету, як точкова ціль з допустимими межами коливань. На вибір діапазону впливає ступінь управління інфляцією. Центральний банк здійснює вибір між вузьким діапазоном, який важко втримати, і широким, який економічні агенти можуть сприймати, як слабкість регулятора. При цьому, вибір діапазону має забезпечувати компроміс між формуванням довіри до грошово-кредитної політики і збереженням певної гнучкості в діях центрального банку [104, с. 282].

Погоджуємося з думкою західних економістів, що оптимальним діапазоном відхилень інфляційного таргету є $\pm 1\%$. Це забезпечує певну гнучкість у протидії неочікуваним короткостроковим факторам. Проте, на думку Д. Епштейна та ін. [134], в країнах, які застосовують дезінфляційну стратегію, потрібно встановлювати трохи ширший діапазон відхилень, наприклад $\pm 2\%$. Досвід країн, які імплементували режим інфляційного таргетування, засвідчує, що в подальшому межі коливань легше звужити, ніж розширити.

У деяких країнах, що розвиваються, інфляційна ціль знаходиться в межах $\pm 1\%$: Перу, Польща, Чехія, Румунія. Тільки в Гані інфляційна ціль становить $8\% \pm 2$ (Додаток А).

Серед проаналізованих нами країн – 19 встановлюють таргет у формі точкової цілі з допустимими межами коливань. Центральні банки Угорщини, Ісландії,

Норвегії, Туреччини, Швеції⁵, Великобританії⁶, Грузії застосовують точкові таргети, центральні банки Австралії, Ізраїлю, ПАР, Південної Кореї – цільовий діапазон.

Цільовий горизонт. Важливим елементом механізму інфляційного таргетування є визначення періоду часу, за який планується досягти і утримувати цінову стабільність.

У науковій літературі існують два способи розрахунку оптимального горизонту таргетування. Згідно з першим, інфляційне таргетування – монетарний режим, який передбачає оптимізацію відхилень від інфляційного таргету, що спричиняються непередбаченими економічними шоками таких змінних, як інфляція або процентні ставки. Залежно від типу шоку, оптимальний горизонт таргетування повинен коливатися від восьми місяців – до півтора року. В основі другого підходу лежить здатність центрального банку до прогнозування економічної ситуації в країні, тобто оптимальний горизонт таргетування залежить від «глибини» перспективного погляду в майбутнє. Іншими словами, важливим є кількість періодів, на які робиться прогноз розвитку економічної ситуації [50, с. 92-93].

Оптимальний горизонт таргетування залежить від того, використовується ІТ, як дезінфляційна стратегія, чи як стратегія утримання темпів інфляції на оптимальному рівні. Деякі країни, що здійснюють таргетування інфляції у два етапи, спочатку на період дезінфляції встановлюють цілі щороку, а після досягнення бажаного рівня інфляції переходять до цілей на середньострокову перспективу (Нова Зеландія, Австралія, Чехія, Польща) [96, с.12].

Отже, вибір горизонту таргетування, певною мірою, залежить від величини інфляції, що існує на момент прийняття інфляційного таргету. Наприклад, в Новій Зеландії центральний банк спочатку використовував інфляційне таргетування, як дезінфляційну стратегію, тому горизонт таргетування становив 1,5 року. Поступово, у зв'язку із зниженням цін, у Новій Зеландії цільовий горизонт зменшився до 1 року. Якщо інфляція досягала встановленого таргету, то її центральний банк зобов'язаний був утримувати на цьому рівні упродовж 5-ти років. В Австралії горизонт

⁵ У 2010 р. у Швеції скасували інтервали відхилень від точкового таргета.

⁶ У Великобританії для ЦБ встановлено вимогу про написання відкритого листа, якщо рівень інфляції відрізняється від таргета більш, ніж на 1%.

таргетування дорівнює тривалості економічного циклу. У більшості країн цільовий горизонт таргетування хоч і є багаторічним, але офіційно не оголошується, і не затверджується.

Як свідчить аналіз, проведений В. Міщенком та ін. науковцями, багато країн паралельно із середньостроковими цілями, визначали й річні цільові показники інфляції, що було пов'язано з необхідністю реалізації на ранніх етапах запровадження режиму інфляційного таргетування антиінфляційної стратегії. Установлення середньострокових інфляційних цілей стало номінальним якорем, за допомогою якого було враховано часовий лаг дії процентного каналу монетарного трансмісійного механізму. Застосування такого підходу характеризувалось наступними позитивними особливостями: покращенням інфляційних очікувань учасників ринку та підвищенням довіри до центральних банків і банківської системи; поліпшенням взаємодії економічних агентів і забезпеченням прозорості монетарної політики; підвищенням ефективності комунікаційної політики центральних банків і сприйняттям громадськістю інфляційного таргетування не як адміністративного методу утримання інфляції на рівні заявленої цілі, а як монетарного режиму, який, завдяки використанню інструментів монетарної політики, дозволяє забезпечити цільовий рівень інфляції на відповідному часовому горизонті [30, с. 415].

Цільовий горизонт інфляційного таргетування залежить від низки факторів. Серед них важливе місце займає ефективність трансмісійного механізму грошово-кредитної політики. Тому, цільовий горизонт ІТ має бути не меншим, ніж період, за який зміни грошової маси впливають на інфляцію. З більш тривалішим механізмом передачі, центральний банк не може вплинути на інфляцію в найближчий період. У країнах, де використовується дезінфляційна стратегія, цілі інфляції, зазвичай, встановлюються щорічно.

Ключовий інструмент монетарної політики. Аналіз базових ставок центральних банків дав нам можливість зробити висновок про відсутність уніфікованого підходу до визначення назви офіційної ставки центрального банку.

У деяких країнах, назва основної ставки ЦБ відображає суть операції, яка за нею проводиться (Грузія, Вірменія – ставка рефінансування (refinancing rate); Чехія, Албанія, ПАР, Швеція, Туреччина – ставка репо (repo rate). В інших країнах застосовуються назви: ставка центрального банку, базова ставка, ставка політики ЦБ (Великобританія, Гватемала – ставка банку (bank rate), Ізраїль – процентна ставка банку Ізраїлю (bank of Israel interest rate), Угорщина, Молдова – базова ставка (base rate), Румунія, Чилі – ставка політики (policy rate), Польща – рекомендаційна ставка (reference rate)).

У деяких країнах у назві основної ставки банку робиться наголос на ринковій ставці-операційному орієнтірі (Австралія – готівкова ставка (cash rate), Бразилія – ставка Селік (Selic rate), Канада – таргет для ставки овернайт (target for the overnight rate), Мексика – ставка овернайт на міжбанківському ринку (overnight rate), Нова Зеландія – офіційна готівкова ставка (official cash rate) (табл. 2.5).

Таблиця 2.5

Ключовий монетарний інструмент центральних банків, що застосовують інфляційне таргетування

Країна	Назва	%	Процентний коридор
Австралія	Готівкова ставка (cash rate)	2,25	+/- 0,25%
Канада	Таргет для ставки овернайт (target for the overnight rate)	0,75	+/- 0,25%
Нова Зеландія	Офіційна готівкова ставка (official cash rate)	3,5	+/- 0,5%
Великобританія	Ставка банку (bank rate)	0,5	+/- 0,25%
Швеція	Ставка РЕПО (repo rate)	0,00	+/- 0,75%
Норвегія	Ключова процентна ставка (key policy rate)	1,25	+/- 2%
Чехія	Ставка РЕПО (repo rate)	0,05	+0,2/-0%
Таїланд	Одноденна ставка РЕПО (1-day repurchase rate)	2,00	+/- 0,5%
Румунія	Ставка політики (policy rate)	2,25	+/- 1,75%
Бразилія	Ставка Селік (selic rate)	12,25	+/- 1%
Угорщина	Базова ставка (base rate)	2,10	+/- 1%
Ізраїль	Процентна ставка банку Ізраїлю (bank of Israel interest rate)	0,25	+/- 0,1%
Польща	Рекомендаційна ставка (reference rate)	2,00	+/- 1%
Чилі	Ставка політики (policy rate)	3,00	+/- 0,25%
Колумбія	Процентна ставка банку (central bank's policy rate)	4,50	+/- 1%
ПАР	Ставка РЕПО (repo rate)	5,75	+/- 1%

Вірменія	Ставка рефінансування (refinancing rate)	10,50	+/- 1,5%
Південна Корея	Базова ставка (base rate)	2,00	+/- 1%
Мексика	Ставка овернайт на міжбанківському ринку (overnight interest rate target)	3,00	+/- 0,1%
Ісландія	Ставка за 7-денними депозитами (7-d deposit rate)	5,25	+/- 2%
Перу	Процентна ставка політики (policy interest rate)	3,25	+0,8/-1,2%
Філіппіни	Ставка РЕПО (repo rate)	4,00	+2/-0%
Гватемала	Ставка банку (bank rate)	2,10	інформація відсутня
Індонезія	Ставка банку (bank rate)	7,50	+0,5/-2%
Туреччина	Ставка РЕПО (repo rate)	7,50	+3,25/-0,25%
Сербія	Ключова ставка політики (key policy rate)	8,00	+/- 2,5%
Гана	Ставка монетарної політики (monetary policy rate)	21,00	+/- 3%
Грузія	Ставка рефінансування (refinancing rate)	4,50	+/- 1,5%
Молдова	Базова ставка (base rate)	8,50	+/- 3%
Албанія	Ставка РЕПО (repo interest rate)	2,00	+/-1,75%

Джерело: складено автором за даними веб-сайтів центральних банків, станом на лютий 2015 р.

Ми визначили основні правила реалізації процентної політики центральних банків, які застосовують режим інфляційного таргетування.

1. Правило Тейлора – це правило монетарної політики, запропоноване у 1993 році професором Джоном Тейлором. Суть правила полягає у тому, що збільшення інфляції на 1% має супроводжуватися підвищенням відсоткової ставки не менш, ніж на 1%.

Правила Тейлора за період 2008-2014 рр. дотримувалися центральні банки таких країн: Нова Зеландія, Австралія, Бразилія, Таїланд, Чилі, Угорщина, Румунія, Сербія, Грузія, Філіппіни, Польща, Мексика, Колумбія, Індонезія, Перу, Вірменія, Албанія, ПАР.

В аналізованому періоді (2008 – 2014рр.), правило Тейлора порушували центральні банки Туреччини (у 2008 р., 2010 – 2011 рр.), Швеції (у 2008 – 2009 рр.), Ісландії (2009 р.), Великобританії (2010 р.), Чехії (2008 р.). Це було пов'язано з необхідністю проведення м'якої монетарної політики з метою створення умов для довгострокового економічного зростання.

2. Правило процентного підходу. Суть «процентного підходу» зводиться до регулювання грошово-кредитного ринку через процентні інструменти, роль яких є домінуючою. При цьому, процентний канал виступає основним каналом трансмісійного механізму ГКП. Процентний підхід закріплений у нормативній базі країн з активною процентною політикою: чітко прописується мета та функціональне призначення інструментів монетарної політики, які підпорядковані цілі управління процентними ставками на грошово-кредитному ринку [99].

3. Правило процентного коридору. Процентний коридор є найбільш поширеною практикою реалізації процентної політики в країнах, що імплементували режим інфляційного таргетування. На основі дослідження процентної політики центральних банків, які застосовують режим IT, спостерігаємо два підходи до формування процентного коридору навколо основної ставки ЦБ: симетричний та несиметричний. Симетричний процентний коридор застосовується в центральних банках Вірменії ($\pm 1,5\%$), Ісландії ($\pm 2\%$), Колумбії, Кореї ($\pm 1\%$), Румунії ($\pm 1,75\%$), Швеції ($\pm 0,75\%$) (табл. 2.5). Такий підхід дозволяє чітко окреслити навколо основної ставки верхню та нижню межу вартості ресурсів на грошово-кредитному ринку.

Несиметричний коридор формується ставками за кредитами та депозитами овернайт непропорційно навколо основної ставки. Його застосовують, наприклад, в Чехії $+0,2/-0\%$, Перу $+0,8/-1,2\%$, Туреччині $+3,25/-0,25\%$ (табл. 2.5).

4. Правило вузького процентного коридору. Як свідчить зарубіжна практика центральних банків для збільшення його впливу на формування вартості ресурсів на грошово-кредитному ринку необхідно звужити процентний коридор, тоді ефективність впливу на волатильність короткострокових процентних ставок буде більшою. Наприклад, у Канаді коридор офіційних процентних ставок становить $\pm 0,25\%$ від основної ставки ЦБ, Швеції $\pm 0,75\%$, Польщі, Бразилії, Угорщині, Колумбії, Кореї $\pm 1\%$, Вірменія $\pm 1,5\%$.

5. Правило прозорості та передбачуваності процентної політики. З метою забезпечення прозорості монетарної політики на офіційних сайтах центральні банки оприлюднюють графіки засідань монетарних органів, де прийматимуть рішення з

питань розміру процентних ставок. Зазвичай, такі засідання проводяться 8-12 разів на рік. Окрім цього, на практиці центральні банки деяких країн, а саме: Нової Зеландії, Швеції, Канади, Великобританії, Грузії практикують так зване «керівництво на перспективу» («forward guidance»), тобто оприлюднюють у прес-релізах плани щодо розміру процентної ставки центрального банку у майбутньому. Уперше, «керівництво на перспективу» почав застосовувати центральний банк Японії у 1999 році у своїх прес-релізах, у яких зазначав про наміри утримувати основну процентну ставку на нульовому рівні. Наприклад, у прес-релізі за результатами засідання Комітету з питань грошово-кредитної політики (КГКП) центрального банку Грузії від 06.05.2015 р. зазначається, що він планує підвищити основну процентну ставку до кінця року до 5,5%. Такий підхід надає громадськості чіткі орієнтири монетарної політики.

6. Правило незначної зміни процентної ставки. В умовах макроекономічної стабільності, центральні банки змінюють офіційні ставки незначними кроками, традиційно – 0,5 або 0,25%. Проте, з різних причин центральні банки можуть порушувати це правило та змінювати ставки більшими кроками. Наприклад, центральний банк Англії у листопаді 2008 р. знизив офіційну ставку з 4,5 до 3% , а у грудні 2008 р. – до 2%, центральний банк Молдови у лютому 2015 р. підвищив базову процентну ставку з 8,5 до 13,5% у зв'язку із зростанням інфляційної загрози, у січні 2014 р. центральний банк Туреччини підвищив ключову процентну ставку на 5% (з 5 до 10%), з метою недопущення подальшого падіння національної валюти.

7. Правило операційного орієнтиру. В економічно розвинутих країнах, які застосовують ІТ, операційною ціллю центрального банку є процентна ставка овернайт. У країнах, що розвиваються, операційною ціллю монетарної політики виступає процентна ставка на термін більший, ніж доба, що пов'язане з низьким рівнем розвитку фінансового ринку. Наприклад, в Угорщині це – тримісячна ставка на міжбанківському ринку, у Гватемалі центральний банк використовує, як операційну ціль, одночасно кілька ставок різних термінів, а також – їх середньозважене значення.

Із розвитком фінансової системи, строковість операційної цілі знижується. Центральний банк Індонезії спочатку використовував як операційну ціль середньозважену місячну ставку міжбанківського ринку, проте після удосконалення функціонування грошово-кредитного ринку в червні 2008 р. перейшов на ставку овернайт. Центральний банк Таїланду протягом 2007-2008 рр. перейшов від двотижневої ставки РЕПО до одnodенної ставки РЕПО. Національний банк Румунії у травні 2008 року перейшов від використання, в якості операційної цілі, місячної процентної ставки міжбанківського ринку до двотижневої ставки.

Інколи центральні банки розвинутих країн заявляють про відсутність операційної цілі, хоча фактично таргетують міжбанківську ставку овернайт. Наприклад, центральний банк Нової Зеландії також зазначає про відсутність операційної цілі монетарної політики. До 2006 р. його основна процентна ставка змінювалася щодня за схемою: міжбанківська ставка плюс фіксована маржа. Тобто, ключова ставка центрального банку Нової Зеландії швидше рухалася за ринком, ніж визначала його. На думку науковців центрального банку Нової Зеландії, це дає можливість ринку самостійно формувати кон'юнктуру без надмірного втручання регулятора. У той же час, якщо ринок виявляється не в змозі самостійно підтримувати коливання ставки у межах бажаного діапазону, центральний банк робить додаткові заяви, або коригує інструменти грошово-кредитної політики [145].

У країнах, що розвиваються, вплинути на ставки грошово-кредитного ринку, і, відповідно, обсяги споживання, заощаджень та інвестицій можна тільки через регулювання ставок за зобов'язаннями більшого терміну.

На нашу думку, ставка овернайт має всі необхідні властивості, щоб бути операційною ціллю центрального банку. По-перше, вона обчислюється щодня, і має простий механізм розрахунку. По-друге, вона є ефективним об'єктом регулювання з боку ЦБ.

Отже, характерною особливістю інфляційного таргетування є використання центральним банком процентних ставок в якості операційних цілей грошово-кредитної політики. Це можливо, за виконання декількох умов [51, с. 52]:

по-перше, грошово-кредитний ринок повинен бути досить ліквідним не тільки на короткострокових, але й на триваліших часових відрізках. Ефективність грошово-кредитного ринку визначається тим, наскільки заходи регулювання центрального банку короткострокової процентної ставки відображаються на їх довгостроковій структурі;

по-друге, грошово-кредитний ринок повинен бути дуже чутливим до змін в грошово-кредитному інструментарії центрального банку. Водночас, банки необхідно захистити від процентних ризиків шляхом створення можливості їхнього хеджування.

8. Правило узгодженості основної операції центрального банку, яка проводиться за ключовою ставкою ЦБ, із позицією ліквідності банківської системи. Досвід центральних банків, які застосовують режим IT, засвідчує, що основною ставкою центрального банку має бути короткострокова ставка, за якою відбувається основний обсяг операцій з регулювання ліквідності. В умовах дефіциту ліквідності використовуються щотижневі операції прямого РЕПО, терміном на 7, 14 днів. В умовах профіциту ліквідності найчастіше застосовують щотижневі операції зворотного РЕПО строком на 7 днів, 14 днів, рідше 7-, 14-денні депозитні сертифікати. Вид основної операції центрального банку змінюється зі зміною ліквідності банківського сектора. Наприклад, у Грузії, станом на травень 2015 року, ключовою ставкою є ставка за кредитами рефінансування, терміном на 7 днів, а раніше нею була ставка за 7-денними депозитними сертифікатами.

Домінуючим у світовій практиці є розміщення на офіційних сайтах центральних банків інформації про основну ставку. Окрім цього, на деяких сайтах зазначено, що процентна політика реалізується із дотриманням процентного коридору та чітко визначаються його межі навколо основної ставки. Такої практики дотримуються: Вірменія, Ісландія, Польща, Туреччина, Румунія, Сербія, Молдова. На нашу думку, найкращим є розміщення на офіційному сайті ЦБ розміру основної ставки, ставки за кредитами овернайт та ставки за депозитами овернайт (за аналогією, наприклад центрального банку Молдови (рис. 2.20)).

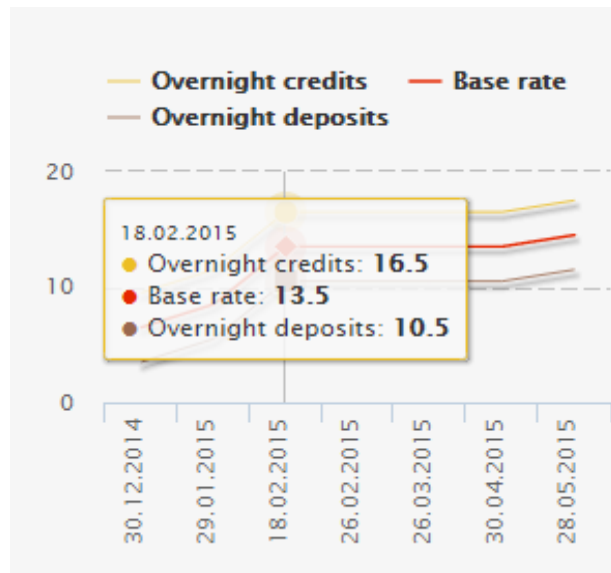


Рис. 2.20 Інформація про процентні ставки на веб-сайті центрального банку Молдови

Джерело: побудовано автором на основі [71]

Орган, що приймає рішення з питань монетарної політики. У 19 країнах рішення в монетарній сфері приймає Рада центрального банку, у 10 – Комітет з питань грошово-кредитної політики (Додаток А). Комітет формує політику у сфері валютних операцій та управління грошовою масою. Його основним завданням є визначення рівня відсоткової ставки, необхідного для дотримання цільового показника інфляції. Усі члени як Ради, так і Комітету, є фахівцями у сфері економіки та монетарної політики, і не є представниками певних груп інтересів або сфер економічного впливу. Кожен із них є незалежним і має один голос для визначення оптимального, на його думку, рівня процентної ставки, який найбільше сприятиме дотриманню цільового орієнтиру інфляції [104, с. 283].

Наприклад, у Новій Зеландії рішення щодо монетарної політики Голова ЦБ приймає одноосібно. До того ж, існує спеціалізований дорадчий орган – Консультативна група з питань реалізації процентної політики, у склад якої входять два зовнішні фахівці. В Ізраїлі, де уряд раніше приймав рішення одноосібно, у 2010р. був прийнятий новий закон про створення Комітету з питань грошово-кредитної політики у складі з 6-ти фахівців. Наявність такого комітету, зазвичай,

пояснюється делегуванням прийняття рішень у сфері грошово-кредитної політики експертам у цій галузі.

Засідання з питань процентної політики проводяться, в середньому, 8-12 разів на рік. У Швеції, ПАР, Норвегії, Гані – 6 разів на рік (Додаток А).

У середньому, КГКП складається з 7-ми фахівців, до того ж, не спостерігається жодної залежності його складу від розміру економіки. У Польщі, в Комітет входить найбільша кількість – 10 спеціалістів, у деяких країнах він включає 5 осіб (Додаток А).

Чітких правил, що визначають склад Ради, КГКП, не існує. Деякі комітети формують з посадових осіб, експертів центрального банку та зовнішніх фахівців. У Гватемалі та на Філіппінах в органі, який приймає монетарні рішення, є представник уряду з правом голосу. В Угорщині, Румунії, Туреччині представник уряду присутній лише, як спостерігач, без права голосу.

У 21 центральному банку, що застосовують інфляційне таргетування, рішення у сфері грошово-кредитної політики приймаються більшістю голосів, а не у формі консенсусу. Голова ЦБ, зазвичай, має право вирішального голосу. Рішення у формі консенсусу приймають 8 центральних банків, а в Новій Зеландії Голова ЦБ приймає рішення одноосібно (табл. 2.6).

Таблиця 2.6

Прийняття монетарних рішень в центральних банках, що застосовують інфляційне таргетування

Країна	Чисельність органу, який приймає монетарні рішення	Наявність зовнішніх спеціалістів у складі органу, який приймає монетарні рішення	Кількість засідань на рік	Процес прийняття рішень
1. Нова Зеландія	Голова ЦБ	2	8	Рішення Голови ЦБ
2. Канада	6	Ні	8	Консенсус
3. Великобританія	9	4	12	Голосування
4. Швеція	6	Ні	6	Голосування
5. Австралія	9	6	11	Консенсус
6. Чехія	7	Ні	8	Голосування
7. Ізраїль	6	3	12	Голосування
8. Польща	10	9	12	Голосування
9. Бразилія	8	Ні	8	Голосування
10. Чилі	5	Ні	12	Голосування
11. Колумбія	7	Ні	12	Голосування
12. ПАР	7	Ні	6	Консенсус

13. Таїланд	7	4	8	Голосування
14. Південна Корея	7	5	12	Голосування
15. Мексика	5	Ні	8	Консенсус
16. Ісландія	5	2	8	Консенсус, у разі його відсутності – голосування
17. Норвегія	7	5	6	Консенсус
18. Угорщина	Від 5 до 9	4	12	Голосування
19. Перу	7	Ні	12	Голосування
20. Філіпіни	7	Ні	8	Голосування
21. Гватемала	8	7	8	Голосування
22. Індонезія	Від 6 до 9	Ні	12	Консенсус
23. Румунія	9	5	8	Голосування
24. Туреччина	7	1	12	Голосування
25. Сербія	5	Ні	12	Голосування
26. Гана	7	2	6	Консенсус
27. Вірменія	7	Ні	12	Голосування
28. Грузія	12	3	12	Голосування. Кінцеве рішення щодо монетарної політики приймається Головою ЦБ
29. Молдова	5	Ні	12	Голосування
30. Албанія	9	2	12	Голосування

Джерело: складено автором на основі [143]

Підсистема підзвітності. Прозорість і стратегія ефективної комунікації відіграють вирішальне значення для формування інфляційних очікувань населення. Дінсер і Айхенгер у своєму науковому дослідженні [131] довели, що найбільш прозорими є: Резервний банк Нової Зеландії, шведський Ріксбанк, Банк Англії, Національний банк Чехії, Банк Канади, Європейський центральний банк. Відкритість і прозорість допомагають підвищувати ефективність грошово-кредитної політики впливати на очікування економічних агентів, зменшувати розрив між моментом застосування монетарних інструментів і реакцією цін. Більшість центральних банків повідомляють інформацію про грошово-кредитну політику і, у разі змін економічних умов пояснюють громадськості причини свого стратегічного рішення.

Інфляційне таргетування передбачає конкретні форми звітності перед парламентом: відкриті листи і парламентські слухання. Відкритий лист – лист, підготовлений головою ЦБ для уряду у тому випадку, якщо інфляція відрізняється від встановленого таргету. Як правило, центральний банк зобов'язаний дати пояснення, чому не забезпечено дотримання інфляційної цілі, які заходи вживаються для повернення інфляції до таргету та орієнтовний термін, коли це буде

досягнуто. При цьому, відкритий лист розглядається, як складова процесу підзвітності, а не як осуд дій центрального банку. У 1997 р., коли розроблялися початкові принципи режиму інфляційного таргетування для Банку Англії, вони включали вимогу підготовки відкритого листа, якщо інфляція відхилялася від таргета в будь-яку сторону більш, ніж на 1%. Оскільки волатильність інфляції була незначною, перший відкритий лист було підготовлено тільки через 10 років, у квітні 2007 р. Зауважимо, що з аналізованих центральних банків сім (Великобританії, Бразилії, Таїланду, Ісландії, Філіпін, Туреччини, Сербії) зобов'язані подавати відкриті листи у рамках механізму підзвітності [143] (табл. 2.7).

Таблиця 2.7

Підсистеми підзвітності та інформаційного забезпечення центральних банків, що застосовують інфляційне таргетування

Країна	Підсистема підзвітності		Підсистема інформаційного забезпечення		
	Відкритий лист	Парламентське слухання	Повідомлення в пресі	Протоколи	Інфляційний звіт
1. Нова Зеландія	Інше ⁷	Так, 4 рази в рік	ПР ⁸ , ПК ⁹ та ІЗ ¹⁰	Ні	Так, 4 рази на рік
2. Канада	Ні	Так, 2 рази в рік	ПР, ПК та ІЗ	Ні	Так, 4 рази на рік
3. Великобританія	Так	Так, 3 рази в рік	ПР, ПК та ІЗ	Так, через 2 тижні	Так, 4 рази на рік
4. Швеція	Ні	Так, 2 рази в рік	ПР	Так, через 2 тижні	Так, 3 рази на рік
5. Австралія	Ні	Так, 2 рази в рік	Повідомлення	Так, через 2 тижні	Так, 4 рази на рік
6. Чехія	Ні	Ні	ПР, ПК та ІЗ	Так, через 8 днів	Так, 4 рази на рік
7. Ізраїль	Ні	Так, 2 рази в рік	ПР	Так, через 2 тижні	Так, 2 рази на рік
8. Польща	Ні	Ні ¹¹	ПР+ПК	Так, через 3 тижні	Так, 4 рази на рік
9. Бразилія	Так	Так, 6 разів в рік	ПР, ПК та ІЗ	Так, через 8 днів	Так, 4 рази на рік
10. Чилі	Ні	Так, 4 рази в рік	ПР	Так, через 2 тижні	Так, 4 рази на рік
11. Колумбія	Ні	Так, 2 рази в рік	ПР, ПК та ІЗ	Так, через 2 тижні	Так, 4 рази на рік
12. ПАР	Ні	Так, не менше трьох разів на рік	ПР+ПК	Ні	Так, 2 рази на рік
13. Таїланд	Так	Ні	ПР+ПК	Так, через 2 тижні	Так, 4 рази на рік
14. Південна Корея	Ні	Так, нерегулярно	ПР+ПК	Так, через 6 тижнів	Так, 2 рази на рік
15. Мексика	Ні	Так, нерегулярно	ПР	Так, через 2 тижні	Так, 4 рази на рік
16. Ісландія	Так	Так, 2 рази в рік	ПР+ПК	Так	Так, 2 рази на рік
17. Норвегія	Ні	Так	ПР+ПК	Ні	Так, 3 рази на рік
18. Угорщина	Ні	Так, 1 раз на рік	ПК	Так	Так, 4 рази на рік
19. Перу	Ні	Так, 1 раз на рік	Телеконференція	Ні	Так, 4 рази на рік

⁷ Рада ЦБ проводить оцінку того, чи відповідають основному монетарному зобов'язанню центрального банку, узгоджені з міністром фінансів основні напрямки грошово-кредитної політики.

⁸ПР = Прес-реліз.

⁹ПК = Прес-конференція.

¹⁰ІЗ = Звіт про інфляцію.

¹¹Голова ЦБ один раз на рік звітує перед Нижньою палатою про проведення грошово-кредитної політики у попередньому році.

20. Філіпіни	Так	Ні	ПР+ПК	Так, через 4 тижні	Так, 4 рази на рік
21. Гватемала	Ні	Так, 2 рази на рік	ПР+ПК	Так, через 4 тижні	Так, 3 рази на рік
22. Індонезія	Ні	Ні	ПР	Ні	Так, 4 рази на рік
23. Румунія	Ні	Ні	ПР, ПК та ІЗ	Ні	Так, 4 рази на рік
24. Туреччина	Так	Так, 2 рази на рік	ПР	Так	Так, 4 рази на рік
25. Сербія	Так	Ні	ПР+ПК	Ні	Так, 4 рази на рік
26. Гана	Ні	Ні	ПР+ПК	Ні	Так, 4 (6) рази на рік
27. Вірменія	Ні	Так, щорічно	ПР	Так, протягом 10-ти днів	Так, 4 рази на рік
28. Грузія	Ні	Ні	ПР+ІЗ	Так	Так, 4 рази на рік
29. Молдова	Н	Ні	ПР+ІЗ	Так	Так, 4 рази на рік
30. Албанія	Ні	Ні	ПР+ІЗ	Так	Так, 4 рази на рік

Джерело: складено автором на основі [143]

Іншою важливою формою підзвітності є парламентські слухання, у разі проведення яких, голова центрального банку звітує про грошово-кредитну політику. Парламентські слухання, як форма підзвітності, присутні у всіх розвинутих країнах, і лише у половини країн, що розвиваються. Варто зазначити, що парламентські слухання є основною формою підзвітності.

Підсистема інформаційного забезпечення. Підсистема інформаційного забезпечення країн, які застосовують ІТ, характеризується: прозорим процесом і механізмом прийняття монетарних рішень; активним проведенням прес-конференцій за результатами монетарних засідань; наявністю принципів особистої відповідальності членів монетарних органів за прийняті ними рішення; комунікаційною активністю центрального банку.

Комунікаційні стратегії центральних банків дещо схожі. Більшість центральних банків публікують інформацію про основні цілі своєї грошово-кредитної політики та принципи її реалізації, критерії застосування монетарних інструментів, результати аналізу макроекономічної ситуації, прогнози інфляції, внутрішні та зовнішні ризики. Окрім цього, більшість центральних банків роз'яснюють причини прийнятих ними рішень.

Основним засобом комунікації є звіт про інфляцію. Усі 30 центральних банків, які застосовують ІТ, публікують такий звіт (табл. 2.7).

Уперше, такий документ було оприлюднено Банком Англії у 1993 році. Інфляційний звіт має містити таку інформацію:

- 1) аналіз чинників інфляції впродовж звітного періоду;

2) прогнози інфляції та інших ключових макроекономічних змінних;

3) роз'яснення заходів грошово-кредитного регулювання – аналіз поточної ситуації, попередніх прогнозів, оцінка прийнятих монетарних рішень.

На першому місці за якістю інфляційного звіту перебуває Банк Англії. Резервний банк Нової Зеландії – на другому місці, на третьому – Банк Бразилії. Далі ідуть звіти центральних банків Таїланду, Чилі, Чехії [146]. Центральні банки докладають великих зусиль для поліпшення зв'язків із громадськістю за допомогою різних засобів: веб-сайти; короткі виступи, презентації для населення; конференції, присвячені питанням грошово-кредитної політики тощо.

Ще одним важливим елементом комунікаційної стратегії є протоколи монетарних засідань. Серед центральних банків, що застосовують ІТ, 11 – публікують протоколи, зазвичай, через 2 – 4 тижні, Центральний банк Бразилії і Чеський Національний банк публікують їх через 8 днів після проведення засідання. З табл. 2.7 бачимо, що протоколи публікують більшість розвинутих країн, а також, щораз частіше – країни, що розвиваються, сьогодні дві третини із них публікують протоколи засідань [143].

Щодо розкриття інформації про індивідуальні підсумки голосування, то найбільшу прозорість спостерігаємо в Європі: з 21 центрального банку, які приймають монетарні рішення шляхом голосування, 6 центральних банків повністю публікують результати поіменного голосування: Чилі, Чехія, Угорщина, Польща, Швеція і Великобританія. У Бразилії, Ісландії і Таїланді надають інформацію про співвідношення голосів, а в Колумбії – інформацію про те, ухвалено рішення одноголосно чи більшістю голосів [143].

На нашу думку, важливість публікації поіменних результатів голосування полягає в тому, що економічні суб'єкти отримують більше інформації про думку розробників політики. Так, наприклад, у Банку Англії публікація поіменних результатів голосування узгоджується з принципом індивідуальної відповідальності членів Комітету з питань грошово-кредитної політики.

Усі центральні банки, що застосовують інфляційне таргетування, публікують рішення з питань грошово-кредитної політики відразу після проведення засідання, а

також – випускають прес-реліз або короткі повідомлення для друку. Окрім цього, 18 центральних банків проводять прес-конференції для роз'яснення прийнятих монетарних рішень [143] (табл. 2.7).

Підсистема моделювання та прогнозування. Для ефективної реалізації інфляційного таргетування центральний банк повинен мати у своєму розпорядженні технічні інструменти моделювання економіки та прогнозування інфляції. Більшість центральних банків застосовують невеликі моделі (для середньострокового прогнозування) з метою аналізу кореляційно-регресійного зв'язку між економічними показниками.

Моделі призначені по-перше, для аналізу поточної ситуації, по-друге, прогнозування і, по-третє, вироблення альтернативних рішень. Потреба в моделях пов'язана з прозорістю діяльності центрального банку. Оприлюднення моделей дозволяє донести до населення причини прийняття тих чи інших монетарних рішень. Наприклад, Банк Англії на своєму офіційному сайті публікує інформаційний матеріал про економічні моделі, які застосовує.

Розглянемо детальніше моделі, які застосовують центральні банки, що запровадили режим таргетування інфляції.

Найпоширенішими моделями, які використовуються центральними банками для прогнозування є: базова модель; модель, орієнтована на майбутнє; модель векторної авторегресії; регресійна модель одного рівняння; динамічна модель загальної рівноваги; квартальна прогнозна модель.

Базова модель. Більшість центральних банків використовують базові моделі, або, так звані, моделі «ядра». Вони використовуються для середньо- та довгострокового прогнозування. Їх структура містить до 50 стохастичних диференціальних рівнянь і 100-200 змінних. Для довгострокового моделювання, низка змінних приймається за константу, зазвичай, це – зайнятість, реальний валютний курс. Потім розробляється кілька рівнянь, які описують економіку в коротко- і довгостроковому періоді [52, с. 122-123].

Наприклад, Ріксбанк описує інфляційний процес за допомогою чотирьох рівнянь:

- зростання цін, викликане діловою активністю;
- інфляція, спричинена зростанням імпорتنих цін;
- інфляційні процеси, зумовлені фіскальною політикою;
- вплив грошово-кредитної політики центрального банку на інфляцію.

Таким чином, з низки рівнянь формується маленьке «ядро» без якого система чи група підсистем не можуть ефективно чи самостійно функціонувати. Такі моделі застосовують, в основному, для довгострокового прогнозування, оскільки на короткострокових часових інтервалах вони не дають точного прогнозу.

Модель, орієнтована на майбутнє. Ключове місце у цих моделях займає змінна, що характеризує очікування економічних агентів щодо подальшої зміни макроекономічної ситуації. Найчастіше, такою змінною виступає майбутня очікувана інфляція. Дана модель відрізняється від попередньої ступенем агрегації. В моделі орієнтованої на майбутнє даний рівень значно вищий. На практиці моделі з перспективними очікуваннями імітують дії уряду з грошово-кредитної політики, тому їх зручно використовувати при альтернативному аналізі. В той же час, спрощена структура динамічної системи та значний рівень агрегованості роблять неможливим використання даної моделі у короткостроковому періоді [45].

Модель, орієнтована на майбутнє, містить криву Філіпса, що зв'язує поточну інфляцію з минулою і очікуваною, враховуються відхилення ВВП від його природнього рівня та IS-криву, що відображає функціональну залежність між ВВП і процентною ставкою. Найпростіша модель складається з двох рівнянь. Перше рівняння описує залежність поточної інфляції від минулої і очікуваної, поточного ВВП і випадкового шоку, що впливає на інфляцію. Друге – залежність поточного ВВП від минулого і очікуваного ВВП, очікуваної інфляції, поточної номінальної процентної ставки і випадкового шоку, що впливає на обсяг виробництва [52, с. 123].

Модель векторної авторегресії (vector autoregression model (VAR)). Описує залежність значення кожної наступної змінної від попередніх значень не тільки цієї, а й інших змінних. Фактично, модель описує майбутнє значення змінної, як лінійну функціональну залежність від поточних і минулих значень низки змінних.

Наприклад, якщо в моделі векторної авторегресії є три змінні: інфляція, обсяг виробництва, грошова пропозиція, – поточна інфляція залежатиме від попередніх значень інфляції, обсягу виробництва і грошової пропозиції [52, с. 123].

Оскільки, дані моделі базуються на спостереженнях минулого і не враховують майбутні очікування, їх краще застосовувати для короткострокового прогнозування (до 12 місяців). Використання VAR-моделей – низькоефективне, якщо в економіці відбуваються швидкі зміни, у результаті чого попередні періоди не можуть служити орієнтирами для майбутніх.

Регресійна модель одного рівняння використовується для короткострокового прогнозування інфляції. Прогноз, зазвичай, розробляється на поточний квартал і один квартал наперед. Модель описує функціональну залежність очікуваної інфляції, ВВП-розриву, попередніх і поточних змін у непрямих податках, реального валютного курсу. Очікувана інфляція моделюється таким чином, щоб відповідати режиму грошово-кредитної політики. Порівнянно з іншими моделями, регресійна модель одного рівняння має низку переваг: легкість використання для розрахунку прогнозів; зрозумілість структури моделі. Прикладом такої моделі є модель Філіпса, яка описує залежність валютного курсу та умовами зовнішньої торгівлі чи цінами на ключові товари, що обертаються на зовнішньому ринку. Часто застосовуються центральними банками для перехресного контролю базових моделей [52, с. 123-124].

Динамічні моделі загальної рівноваги (dynamic stochastic general equilibrium model (DSGE)) – це моделі, які описують економічні процеси у динаміці. Використовуються для вивчення комплексного впливу грошово-кредитної політики з урахуванням безлічі взаємозв'язків, лагів, існуючих в економіці. В умовах інфляційного таргетування, DSGE-моделі є одним із основних інструментів дослідження впливу грошово-кредитної політики на економіку. DSGE-моделі широко використовуються центральними банками Нової Зеландії, Великобританії, Канади, Швеції, Норвегії, Чехії, Румунії (Додаток В).

Основу моделі для цілей монетарної політики складають два рівняння. Перше – IS-крива, базована на майбутньому, в якій поточний сукупний попит позитивно

залежить від очікуваного майбутнього доходу та негативно – від короткострокової реальної процентної ставки. Ця функція подібна до традиційної кейнсіанської IS-кривої, за винятком, використання очікувань щодо майбутнього доходу. Друге рівняння – функція сукупної пропозиції (або ж функція ціноутворення), що пов'язує інфляцію з інфляційними очікуваннями та поточними реальними граничними витратами. Також DSGE-модель містить рівняння, що описують поведінку владних органів, так звані правила монетарної та фіскальної політики. В умовах відкритої економіки значну роль також відіграє включення в модель обмінного курсу (з одного боку, як факторного показника у рівняння сукупного попиту та пропозиції, а з іншого, як результативного – або у правило політики, або у рівняння непокритого паритету процентних ставок) [45].

DSGE-моделі дозволяють імітувати поведінку керованих змінних у відповідь на вплив різних шоків, моделювати різні сценарії впливу монетарних заходів стабілізації, на основі чого робити прогнози подальшого розвитку.

Квартальна прогнозна модель базується на моделюванні відхилень макроекономічних змінних від своїх рівноважних рівнів. Зазначена модель є ефективним інструментом оцінки ризиків і невизначеності, зокрема при побудові альтернативних сценаріїв грошово-кредитної політики. Ця модель дозволяє провести імітацію функціонування економіки та проаналізувати наслідки впливу екзогенних шоків на систему. Таку модель відносять до DSGE-моделей середнього розміру. Щоб підвищити ефективність монетарної політики уряду необхідно почати розробку комплексної DSGE-моделі, як проекту базової моделі структурного аналізу економічної системи [45].

На нашу думку, практична ефективність тієї чи іншої моделі повинна визначатися наступними критеріями:

1. Прозорість, достовірність відтворення економічної ситуації, адекватність відображення взаємозв'язків ключових макроекономічних змінних.
2. Легкість удосконалення та враховування нової інформації для оновлення прогнозу без суттєвої перебудови моделі.

3. Надання обґрунтованих рекомендації для центральних банків, а також розроблення альтернативних сценаріїв монетарної політики.

Важливу роль у реалізації грошово-кредитної політики відіграє прогнозування економічної ситуації в країні. Усі центральні банки, що застосовують інфляційне таргетування, публікують прогнози інфляції, як правило, щоквартально. Центральні банки Австралії, Канади, Гани, Угорщини, Румунії та Таїланду також публікують прогнози базової інфляції. Серед аналізованих нами країн – 23 публікують прогнози ВВП, а в Норвегії, Туреччині, Румунії публікуються прогнози ВВП-розриву. Центральні банки Чехії, Ізраїлю, Нової Зеландії, Норвегії та Швеції публікують прогнози офіційної процентної ставки (Додаток В).

На нашу думку, публікація прогнозів офіційної процентної ставки може сприяти підвищенню прозорості інфляційного таргетування, яка допоможе стримуванню негативних інфляційних очікувань. Публікація центральним банком прогнозів процентних ставок сприятиме підвищенню якості прогнозів у приватному секторі.

Підсистема правового забезпечення. У всіх країнах, які запровадили інфляційне таргетування, пріоритетність цілі цінової стабільності закріплена законодавчо.

Зазвичай, ця вимога закріплена в законі про центральний банк (табл. 2.8). У багатьох випадках, закон про центральний банк також встановлює додаткові цілі (залежно від досягнення основної): стабільність валютного курсу, підтримку економічного добробуту. Зокрема, в Австралії Закон «Про Резервний банк Австралії» передбачає забезпечення стабільності цін і зайнятості, а в Канаді головною роллю центрального банку є сприяння економічному і фінансовому добробуту Канади. У ході фінансової кризи, що почалася в 2007 р., юридичні мандати центральних банків деяких країн (Англія, Ізраїль, Польща, Бразилія, Грузія, Вірменія, Чехія, Мексика) були доповнені забезпеченням фінансової стабільності. Більшість центральних банків, які застосовують ІТ, є законодавчо незалежними.

Таблиця 2.8

Підсистема правового забезпечення

Країна	Юридичний мандат
1. Нова Зеландія	Закон «Про Резервний банк Нової Зеландії»
2. Канада	Закон «Про Банк Канади»
3. Великобританія	Закон «Про Банк Англії»
4. Швеція	Закон «Про Шведський Ріксбанк»
5. Австралія	Закон «Про Резервний банк Австралії».
6. Чехія	Закон «Про Чеський Національний банк»
7. Ізраїль	Закон «Про Банк Ізраїлю»
8. Польща	Закон «Про Національний банк Польщі»
9. Бразилія	Конституція
10. Чилі	Закон «Про Центральний банк Чилі»
11. Колумбія	Конституція
12. ПАР	Закон «Про Резервний банк Південної Африки»
13. Таїланд	Закон «Про Банк Таїланду»
14. Південна Корея	Закон «Про Банк Кореї»
15. Мексика	Закон «Про Банк Мексики»
16. Ісландія	Закон «Про Центральний банк Ісландії»
17. Норвегія	Закон «Про Банк Норвегії»
18. Угорщина	Закон «Про Національний банк Угорщини»
19. Перу	Закон «Про Центральний резервний банк Перу»
20. Філіпіни	Закон «Про Центральний банк»
21. Гватемала	Закон «Про Банк Гватемали»
22. Індонезія	Закон «Про Банк Індонезії»
23. Румунія	Закон «Про Національний банк Румунії»
24. Туреччина	Закон «Про Центральний банк Республіки Туреччина»
25. Сербія	Закон «Про Національний банк Сербії»
26. Гана	Закон «Про Центральний банк Гани»
27. Вірменія	Закон «Про Центральний банк»
28. Грузія	Органічний Закон «Про Національний банк»
29. Молдова	Закон «Про Національний банк Молдови»
30. Албанія	Закон «Про Державний банк Албанії»

Джерело: складено автором на основі веб-сайтів центральних банків

Підсумувавши вищезазначене, можна виокремити декілька основних характеристик режиму ІТ в економічно розвинутих країнах:

1. Інфляційна ціль, у більшості випадків, є точковою, зрідка – у формі точкової цілі з допустимими межами коливань.
2. Усі центральні банки об'єктом таргетування вибирають ІСЦ.
3. Інфляційна ціль може визначатися урядом, центральним банком, але, у більшості випадків, їх спільним рішенням.
4. Відсутність фіксованого цільового горизонту.
5. Центральні банки за підсумками року публікують звіти про інфляцію.

6. Центральні банки часто обумовлюють форс-мажорні обставини, при настанні яких, можлива відмова від досягнення таргету.

Також, можемо виокремити такі особливості економічного механізму ІТ в країнах, що розвиваються [104, с. 284]:

1. Відсутність єдиного підходу щодо визначення інфляційного орієнтиру. У Польщі, Угорщині, Грузії центральні банки призначають інфляційну ціль без офіційного погодження з урядом. У Чилі і Чехії центральний банк оголошує інфляційний таргет тільки після консультацій з урядом. У Гані, Індонезії, Сербії, грошово-кредитна політика перебуває в глибокому підпорядкуванні уряду, який і оголошує інфляційні цілі після погодження з центральним банком. У країнах, що розвиваються, важливу роль в оголошенні інфляційного орієнтиру відіграє уряд.

2. Як об'єкт таргетування інфляції використовується ІСЦ. При цьому, низка країн усуває з індексу цін компоненти, що знаходяться поза контролем монетарних органів.

3. Інфляційна ціль в більшості випадків має форму точкової цілі з допустимими межами коливань. Зауважимо, що на стадії зниження інфляції інфляційним таргетом виступає простий діапазон. На стадії утримання низької інфляції, таргет має форму симетричного діапазону з центральним значенням всередині діапазону.

4. Найчастіше цільовий горизонт дорівнює одному року через високий ступінь невизначеності, потенційні шоки, які виникають в країнах, що розвиваються.

Проаналізувавши економічний механізм інфляційного таргетування центральних банків зарубіжних країн, розглянемо економічний механізм інфляційного таргетування в Україні, базові елементи якого вже сформовано.

У табл. 2.9 зображено п'ять підсистем економічного механізму інфляційного таргетування в Україні.

Таблиця 2.9

Економічний механізм інфляційного таргетування в Україні

ПІДСИСТЕМА ФУНКЦІОНАЛЬНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ					
Орган, який встановлює інфляційну ціль	Цільовий вимірник	Тип цільового показника	Цільовий горизонт	Ключовий інструмент монетарної політики	Орган, який приймає рішення щодо монетарної політики, періодичність засідань
Національний банк України	ІСЦ	5% +/- 1%	Середньостроковий (3-5 років)	Облікова ставка	Правління НБУ ¹² . Рада НБУ ¹³ , щоквартально. Комітет з монетарної політики ¹⁴ , щомісячно. Рішення приймаються більшістю голосів
ПІДСИСТЕМИ ПІДЗВІТНОСТІ ТА ІНФОРМАЦІЙНОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ					
Звітування перед Верховною Радою України		Повідомлення в пресі	Розміщення інформації на офіційному сайті НБУ		Інфляційний звіт
Голова НБУ звітує на пленарних засіданнях ВРУ		Прес-релізи	Оприлюднення рішень, прийнятих на засіданнях монетарних органів		Починаючи з квітня 2015 року, щоквартально
ПІДСИСТЕМА ПРОГНОЗУВАННЯ ТА МОДЕЛЮВАННЯ					
Моделі		Публікація прогнозів		Орган, який здійснює прогнозування	
Інтегрована модель авторегресії - ковзаючого середнього (ARIMA), модель векторної авторегресії (VAR), лінійна модель, квартальна прогнозна модель		Індекс споживчих цін, базова інфляція, грошова маса, монетарна база, ВВП, зведений бюджет, платіжний баланс		Департамент монетарної політики та економічного аналізу НБУ	
ПІДСИСТЕМА ПРАВОВОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ					
Юридичний мандат	Основна ціль грошово-кредитної політики				
Закон України «Про Національний банк України»	Забезпечення стабільності грошової одиниці України. При виконанні своєї основної функції Національний банк має виходити із пріоритетності досягнення та підтримки цінової стабільності в державі				

Джерело: розроблено автором

Розглянемо детальніше підсистему функціонального забезпечення економічного механізму ІТ в Україні.

Інфляційна ціль встановлюється Національним банком України і зазначається в Основних засадах грошово-кредитної політики. При цьому, досягнення цінової стабільності є пріоритетною метою НБУ і відсутні будь-які зобов'язання щодо забезпечення інших цілей, наприклад, фінансової стабільності. Тобто, якщо в деяких країнах, що застосовують режим інфляційного таргетування, повноваження і відповідальність центральних банків у сфері забезпечення фінансової стабільності

¹²Порядок організації та проведення засідань Правління Національного банку визначається його регламентом.

¹³Наглядовий орган.

¹⁴Консультативно-дорадчий орган.

визначені на законодавчому рівні, то в Україні, положення, які зобов'язують Національний банк України здійснювати забезпечення фінансової стабільності, у законодавстві – відсутні, а система моніторингу та забезпечення фінансової стабільності знаходиться на початковій стадії розвитку і стосується, в основному, банків [81, с. 129].

Цільовим вимірником є індекс споживчих цін, підтримання його стабільності в середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років) є пріоритетною метою грошово-кредитної політики. Він встановлений у формі точкової цілі з допустимими межами коливань (5 +/- 1%).

Ключовим інструментом грошово-кредитної політики є облікова ставка, яка, станом на травень 2015 року становить 30%. Особливістю процентної політики Національного банку України є те, що регулятор розміщує на своєму сайті інформацію стосовно облікової ставки, ставки за кредитами овернайт, ставки за депозитами овернайт, а також – міжбанківської ставки овернайт. Домінуючим у світовій практиці є підхід щодо оприлюднення центральним банком трьох ключових ставок (основної ставки, ставки за кредитами овернайт, ставки за депозитами овернайт), які визначають межі процентного коридору, у рамках якого утримується ринкова процентна ставка.

Органом, що приймає рішення з питань монетарної політики є Правління Національного банку, що складається з одинадцяти осіб: голови Національного банку, заступників голови Національного банку та керівників структурних підрозділів НБУ, що забезпечують виконання основної функції. В Україні, як і у всіх проаналізованих нами країнах, голова центрального банку очолює орган, який приймає рішення з питань монетарної політики. Зовнішні спеціалісти до складу Правління не входять.

За аналогією кращого досвіду країн з інфляційним таргетуванням, у 2014 році створено спеціалізований дорадчий орган – Комітет з монетарної політики, який займається питаннями переходу України до режиму інфляційного таргетування, а також розробляє пропозиції щодо установаження та зміни облікової та інших процентних ставок Національного банку, регулювання ліквідності банківської

системи, розміру та порядку формування обов'язкових резервів для банків, здійснення валютно-курсової політики, координації грошово-кредитної та фіскальної політики. Засідання Комітету проводяться щомісячно. Очолює Комітет Голова Національного банку, до його складу входить 8 спеціалістів НБУ.

Підсистема підзвітності. Важливе місце у процесі реалізації інфляційного таргетування відіграють звіти голови центрального банку про результати прийнятих рішень з питань монетарної політики перед парламентом. Окрім цього, в багатьох країнах це зобов'язання закріплене на законодавчому рівні. В Україні, на практиці, починаючи з 2015 року, започатковане звітування голови Національного банку на пленарних засіданнях Верховної Ради щодо грошово-кредитної політики, банківського регулювання. Законодавством встановлено, що голова НБУ одноосібно несе відповідальність перед Верховною Радою України та Президентом України за діяльність Національного банку.

Підсистема інформаційного забезпечення. В Україні та, практично, в усіх країнах, які застосовують інфляційне таргетування, домінує така форма інформаційного забезпечення, як прес-релізи. Крім того, якщо відхилення показників приросту індексу споживчих цін, у річному вимірі, від установлених цільових орієнтирів спостерігатиметься упродовж шести місяців поспіль, то Національний банк зобов'язаний розміщувати на офіційному сайті пояснення щодо причин такого відхилення та інформувати про заходи, які застосовуватимуться для приведення ІСЦ у відповідність до встановленого таргету. Також, мають місце періодичні прес-конференції, інтерв'ю, пояснювальні записки, доповіді вищого керівництва НБУ.

Важливим інформаційним інструментом центральних банків, що застосовують режим таргетування інфляції, є інфляційний звіт. У контексті переходу до повноцінного використання режиму інфляційного таргетування з 2 квітня 2015 року публікується щоквартальний інфляційний звіт – документ, в якому подається позиція НБУ щодо розвитку макроекономічних процесів та впливу на них заходів грошово-кредитної політики.

Підсистема прогнозування та моделювання. Департамент монетарної політики та економічного аналізу НБУ здійснює прогнозування основних макроекономічних показників. В Україні основними прогнозними індикаторами грошово-кредитної сфери, що публікуються в Основних засадах грошово-кредитної політики, є індекс споживчих цін та монетарна база. З метою адаптації кращого зарубіжного досвіду, починаючи з 2015 року, започаткована щоквартальна публікація в інфляційному звіті прогнозу ІСЦ, монетарної бази, грошової маси, ВВП, а також здійснюється прогнозування стану фіскального сектора та платіжного балансу.

Підсистема правового забезпечення. В Україні, як і у всіх країнах, які запровадили інфляційне таргетування, пріоритетність цілі цінової стабільності закріплена законодавчо. Відповідно до Закону України «Про Національний банк України» основною метою грошово-кредитної політики НБУ є підтримка цінової стабільності в державі. Стабільність банківської системи та додержання стійких темпів економічного зростання НБУ забезпечує у межах своїх повноважень за умови, що це не перешкоджає досягненню цінової стабільності.

Як бачимо, в Україні вже створено базові елементи економічного механізму режиму інфляційного таргетування. Однак, потрібно продовжувати подальше встановлення і удосконалення елементів режиму ІТ, оскільки рішучість у їх впровадженні є найважливішим чинником, який визначає успішність нового монетарного режиму та забезпечує довіру до нього.

Висновки до розділу 2

Дослідження, проведені у другому розділі дисертації дають змогу зробити низку таких висновків:

1. Обґрунтовано, що основними мотивами переходу України до режиму інфляційного таргетування є:

1) наявність високої та нестабільної інфляції;

2) потреба у підвищенні ефективності державної грошово-кредитної політики, що обмежується фіксованим обмінним курсом гривні до долара;

3) необхідність проведення незалежної монетарної політики.

2. На підставі проведеного аналізу виділено два етапи на шляху запровадження інфляційного таргетування в Україні: підготовчий (2002 – 2010 рр.): створення відповідних передумов для запровадження ІТ, що завершується запровадженням інфляційного таргетування у липні 2010 р. шляхом підписання Президентом Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України про діяльність Національного банку України»; етап адаптації режиму ІТ (2011 р. – до сьогодні), у межах якого виокремлено період позитивних результатів, отриманих від реалізації інфляційного таргетування (2011 – 2013рр.) та кризовий (2014 р. – дотепер), що характеризується значним погіршенням економічної ситуації в Україні та неспроможністю Національного банку за допомогою нового монетарного режиму забезпечити цінову стабільність в умовах макроекономічної нестабільності.

3. Зазначено, що основними принципами реалізації монетарного режиму, що базується на цінній стабільності, починаючи з 2013 р. є: безумовна пріоритетність цілі щодо цінної стабільності та підпорядкування їй усіх інших цілей і завдань грошово-кредитної політики; орієнтація на середньострокову перспективу; прозорість діяльності Національного банку перед суспільством; відсутність зобов'язань Національного банку щодо утримання на певному рівні, або в певних межах, обмінного курсу гривні до іноземних валют.

4. Упродовж 2011 – 2013 рр. можемо констатувати досягнення мети цінної стабільності. У 2011 р. індекс споживчих цін до грудня попереднього року

становив 104,6%. У 2012 р. Україна досягла дефляції 0,2% чого не спостерігалось з 2002р. У 2013 р. ІСЦ до грудня попереднього року становив 100,5%. Таким чином, можна сказати, що перший етап впровадження інфляційного таргетування розпочато і досягнуто низького рівня інфляції. Проте, стабільність грошової одиниці виражає не тільки індекс інфляції. Дуже важливим є курс іноземних валют відносно гривні. У 2010 році курс коливався в межах 2%, у 2011 році – 1%, у 2012 році – 2%, в 2013 році – 2%. У тому й полягає гнучкість курсу, коли коливання не перевищують рівня 2-4% упродовж року. За такого гнучкого курсу нормально працює банківська система та економіка, населення не панікує і більше розміщує грошей у банки на гривневі депозити.

Проте, вже на кінець 2014 року, один долар коштував понад 15 грн., що вже перевищило значення у період світової фінансової кризи. Упродовж січня-грудня 2014 року офіційний обмінний курс гривні до долара США знизився на 97% – до 15,77 грн./дол. США. За I квартал 2015 року гривня девальвувала на 48,6%. (з 15,77 до 23,44 грн./дол.США).

У 2015 році інфляційні процеси в Україні суттєво прискорилися. У березні індекс споживчих цін становив 145,8% до відповідного періоду минулого року.

Нестабільна макроекономічна ситуація в Україні, пов'язана, насамперед з військовими діями на Сході держави, спричиняла періодичні дисбаланси на валютному ринку. Національний банк, для відновлення курсової рівноваги, використовував, передусім, ринкові інструменти. При цьому, за надзвичайних економічних умов, регулятор, також, застосовував тимчасові заходи адміністративного характеру.

На нашу думку, те, що на сьогодні режим інфляційного таргетування не виправдовує очікувань, які прогнозувалися від його запровадження, не свідчить про неефективність ІТ, як нової монетарної стратегії України, а підкреслює важливість створення відповідних передумов для переходу до ІТ.

5. Досліджено, що основними особливостями економічного механізму ІТ, у розвинутих країнах, є такі: інфляційна ціль, у більшості випадків, є точковою; ІСЦ є об'єктом таргетування всіх центральних банків; інфляційна ціль, переважно,

визначається спільним рішенням ЦБ та уряду; відсутність фіксованого цільового горизонту; усі центральні банки, за підсумками року, публікують звіти про інфляцію.

6. З'ясовано, що елементи ІТ у країнах, що розвиваються, мають свої відмінності: відсутність єдиного підходу щодо визначення інфляційного орієнтиру; провідна роль уряду в оголошенні таргету; переважання такої форми цільового орієнтиру, як точкової цілі з можливим діапазоном значень інфляції; зазвичай, цільовий горизонт дорівнює одному року.

7. Охарактеризовано економічний механізм інфляційного таргетування в Україні, виділено основні його особливості: інфляційна ціль встановлена у формі точкової цілі з допустимими межами коливань ($5\pm 1\%$); ІСЦ є об'єктом таргетування; інфляційна ціль визначається Національним банком; цільовий горизонт є середньостроковий (3-5 років); з 2015 року публікується щоквартальний інфляційний звіт.

Отримані у другому розділі дисертаційного дослідження результати частково висвітлені у працях автора [4; 7; 80; 81; 103; 104; 107; 149; 164; 165].

РОЗДІЛ 3.

НАПРЯМИ ПІДВИЩЕННЯ ЕФЕКТИВНОСТІ ФУНКЦІОНУВАННЯ МЕХАНІЗМУ ІНФЛЯЦІЙНОГО ТАРГЕТУВАННЯ В УКРАЇНІ

3.1. Методика визначення оптимального цільового показника інфляції для України

Упродовж двох останніх десятиліть щораз більша кількість центральних банків приймає за пріоритетну ціль монетарної політики зобов'язання щодо досягнення та підтримання цінової стабільності. Це зумовлено тим, що висока і нестабільна інфляція веде до втрат добробуту суспільства. Вона спричиняє перерозподіл доходів, зниження реальної купівельної спроможності грошових заощаджень населення і підприємств, зростання невизначеності у процесі прийняття рішень економічними агентами. Унаслідок цього знижується схильність до заощаджень, які визначають довгостроковий рівень економічного зростання.

Загальними негативними наслідками інфляційних процесів є [24, с. 55]:

1. Посилення диспропорцій в економіці, дезорганізація господарських зв'язків, виникнення кризи фінансів, значна активізація спекуляцій, посилення злочинності.
2. Зниження життєвого рівня трудящих, знецінення трудових заощаджень, поглиблення майнової нерівності.
3. Зниження стимулів до продуктивної діяльності, гальмування науково-технічного процесу.

При цьому, жодна країна не використовує, як ціль, нульовий рівень інфляції. Серед науковців існує консенсус стосовно того, що:

- 1) інфляція повинна перевищувати нульовий рівень;
- 2) для економіки втрати від дефляції переважають втрати від інфляції;
- 3) за нульової інфляції набагато ймовірнішим є перехід економіки до дефляції.

На цьому етапі дослідження ми розглянемо методику визначення оптимального рівня інфляції для України, який відповідатиме концепції цінової стабільності, і може бути середньостроковою ціллю монетарної політики НБУ, в

умовах реалізації режиму інфляційного таргетування, дослідимо явище асиметрії загального рівня цін на прикладі вітчизняної економіки. Також, проведемо економетричне моделювання впливу деяких економічних показників на індекс споживчих цін.

Спочатку визначимо рівень інфляції, за якого існує можливість позитивного впливу інфляції на зростання ВВП у середньостроковій перспективі. Негативні шоки попиту або продуктивності змушують компанії знижувати або ціни, або заробітну плату. Якщо ціни і/або номінальна заробітна плата є негнучкими у бік зниження, а, при цьому, таргетується ціновий рівень, то відносні ціни або реальна заробітна плата не мають можливості знизитися для відновлення рівноваги. У результаті компанії змушені знижувати обсяг виробництва і, відповідно, рівень зайнятості, що негативно відбивається на розвитку економіки. Таким чином, якщо існує асиметрична номінальна негнучкість, нульова інфляція може ускладнювати ефективне розміщення ресурсів і зумовлювати високий рівень безробіття. При низькій інфляції заробітна плата та окремі ціни можуть знижуватися в реальному вираженні без зниження їх номінальних значень. Загалом, за низької інфляції, може виникнути довгостроковий вибір між інфляцією і обсягом виробництва. У цьому випадку позитивна інфляція має ефект «мастила» і сприяє збільшенню обсягів та зменшенню волатильності потенційного ВВП [73, с. 15-16].

Отже, якщо ціни є негнучкими у бік зниження, то необхідний такий рівень інфляції, за якого ціни на товари, що зростають порівняно повільніше, в основному, це товари, які торгуються (до них науковці Петрик О. та Ніколайчук С. відносять ті товари, для яких частка імпорту в товарообороті становить понад 30%), не демонструють негативної інфляції [73, с. 17]. Тобто, в умовах негнучкості цін, потрібна позитивна інфляція, оскільки вона робить ціни більш гнучкими, згладжує економічні коливання упродовж ділового циклу.

Розглянемо явище «асиметрії загального рівня цін» на прикладі вітчизняної економіки.

За результатами нашого емпіричного дослідження повну негнучкість цін у бік зниження можна відхилити на підставі статистичних даних за 2007-2014 рр.

Протягом аналізованого періоду спостерігаємо зниження цін для певних товарів (максимум – для 39,5% складових споживчого кошика у 2012 р., мінімум – для 2,3% у 2014 р.). Зокрема, за нашою оцінкою щомісячної динаміки індексу споживчих цін, за період 2007-2014 рр., кількість періодів зниження цін (46 періодів) є більшою, порівняно із кількістю періодів, де показник ІСЦ виявився більшим за попереднє значення (45 періодів). За річними даними динаміки ІСЦ кількість періодів зниження цін становить – 4, а зростання – 3.

Ураховуючи вищезазначене, ми можемо стверджувати про наявність на короткострокових часових інтервалах певного рівня негнучкості в бік зниження, оскільки за її відсутності падіння цін могло б бути вищим.

Відносно велика кількість періодів зниження цін у досліджуваному часовому інтервалі (46 періодів) може бути пов'язана із високою волатильністю ІСЦ і не надавати об'єктивної оцінки. Тому, для оцінки явища асиметрії динаміки цін доцільним вважаємо використання низки наступних показників [3]:

$$\text{цін} = \frac{\Sigma (\text{Кількість періодів безперервного зниження цін})}{\Sigma (\text{Кількість періодів безперервного зростання цін})} \quad (3.1.)$$

$$\text{цін} = \frac{\Sigma (\text{Величина зниження рівня цін в період } t)}{\Sigma (\text{Величина зростання рівня цін в період } t)}, \quad (3.2.)$$

Результати розрахунків містяться у табл. 3.1.

Таблиця 3.1

**Результати оцінки асиметрії динаміки загального рівня цін
за період 2007-2014 рр.**

Показники	Місячні дані за ІСЦ	Річні дані за ІСЦ
Співвідношення кількості періодів зниження цін і періодів зростання цін	1,02	1,33
Співвідношення тривалості періодів зниження цін і періодів зростання цін	1,17	0,5
Співвідношення сумарної амплітуди зниження цін і зростання цін	0,8	0,74

Джерело: розраховано автором

Співвідношення кількості періодів зниження цін і періодів зростання цін показує, що за щомісячними даними, кількість періодів падіння цін є більшою на 2%, порівняно із кількістю періодів, де показник ІСЦ виявився більшим за попереднє значення. За річними даними ІСЦ, за період 2007 – 2014 рр., співвідношення кількості періодів зниження та зростання становить 1,33. Як зазначалося раніше, велика кількість періодів падіння цін в аналізованому періоді може бути пов'язана з високою волатильністю ІСЦ. Тому, розглянемо результати розрахунків інших показників.

Показник співвідношення тривалості періодів зниження і періодів зростання цін засвідчує, що за щомісячними даними, сумарна тривалість періодів, коли спостерігалось падіння цін, була на 17% більше, ніж тривалість періодів зростання цін. За річними даними співвідношення тривалості періодів зниження цін і періодів зростання цін становить 0,5 і засвідчує те, що сумарна тривалість періодів, коли спостерігалось зниження, була нижча у 0,5 разів, ніж тривалість періодів зростання цін.

Показник співвідношення сумарної величини падіння цін і зростання цін вказує, що у період 2007-2014 рр. за щомісячними даними сукупне зниження цін було у 0,8 разів менше, ніж сукупне зростання цін, а за річними даними ІСЦ – у 0,74 разів менше.

Результати проведених розрахунків за період 2007 – 2014 рр. підтверджують наявність у динаміці індексу споживчих цін ефекту «храповика» у короткостроковому та довгостроковому періодах. На основі розрахунків двох останніх показників можемо стверджувати, що ступінь асиметрії збільшується із зростанням тривалості періоду спостережень: від щомісячних спостережень до річних.

Проаналізуємо явище асиметрії більш детально на основі цін на товари, що торгуються та ІСЦ. Для аналізу ми обрали період з 2007 р. по 2014 р. Коефіцієнт асиметрії обчислюємо за формулою [43, с. 19-20]:

$$K_A = \frac{\mu_3}{\sigma_3}, \quad (3.3.)$$

де μ_3 – центральний емпіричний момент 3-го порядку, σ^3 – середнє квадратичне відхилення.

$$\mu_3 = \frac{\sum_{i=1}^m (x_i - \bar{x})^3}{n} * ni = v_3 - 3v_2 * v_1 + 2v_1^2, \quad (3.4.)$$

де x_i – значення i -ої варіанти, n_i – частота i -ої варіанти, n – об'єм вибірки, m – кількість варіант у вибірці.

v_1, v_2, v_3 – початкові емпіричні моменти 1, 2, 3 порядків, обчислюються за формулами:

$$v_1 = \frac{\sum_{i=1}^m x_i * ni}{n} = \bar{x}, \quad (3.5.)$$

$$v_2 = \frac{\sum_{i=1}^m x_i^2 * ni}{n}, \quad (3.6.)$$

$$v_3 = \frac{\sum_{i=1}^m x_i^3 * ni}{n}, \quad (3.7.)$$

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^m (x_i - \bar{x})^2 * ni}{n}}, \quad (3.8.)$$

де \bar{x} – середня величина.

Для аналізу переважання появи серед значень інфляції близьких до середньої величини ми використали коефіцієнт ексцесу, який обчислюється за формулою:

$$E_k = \frac{\sum_{i=1}^m (x_i * ni - \bar{x})^4}{\sigma^4} - 3 = \frac{v_4 - 4v_3 * v_1 + 6v_2 * (v_1)^2 - 3(v_1)^4}{\sigma^4} - 3, \quad (3.9.)$$

де v_4 – початковий емпіричний момент 4-го порядку,

$$v_4 = \frac{\sum_{i=1}^m x_i^4 * ni}{n}, \quad (3.10.)$$

На основі даних розподілу структури споживчого кошика на товари, що торгуються і не торгуються, отриманих від Департаменту монетарної політики та економічного аналізу НБУ (Додаток Е) ми обчислили коефіцієнт асиметрії для соживчих цін на товари, що торгуються.

Отримані результати відображені в табл. 3.2.

Таблиця 3.2

Аналіз негнучкості цін на товари, що торгуються

Показник	Значення показника
v_1	0,81697418
v_2	1,75252976
v_3	4,9412634
v_4	16,8950292
μ_3	1,98084232
σ^3	1,15803921
K_A	1,71051404
E_k	2,65895478

Джерело: розраховано автором на основі [69]

Для більш точнішого розрахунку ми використовували щомісячні дані цін товарів, що торгуються з 2007 р. по 2014 р. (Додаток Ж).

$E_k > 0$, це засвідчує переважання значень інфляції товарів, що торгуються, близьких до середньої величини.

Проведений аналіз та позитивне значення коефіцієнта асиметрії підтверджують негнучкість цін у бік зниження (рис. 3.1).

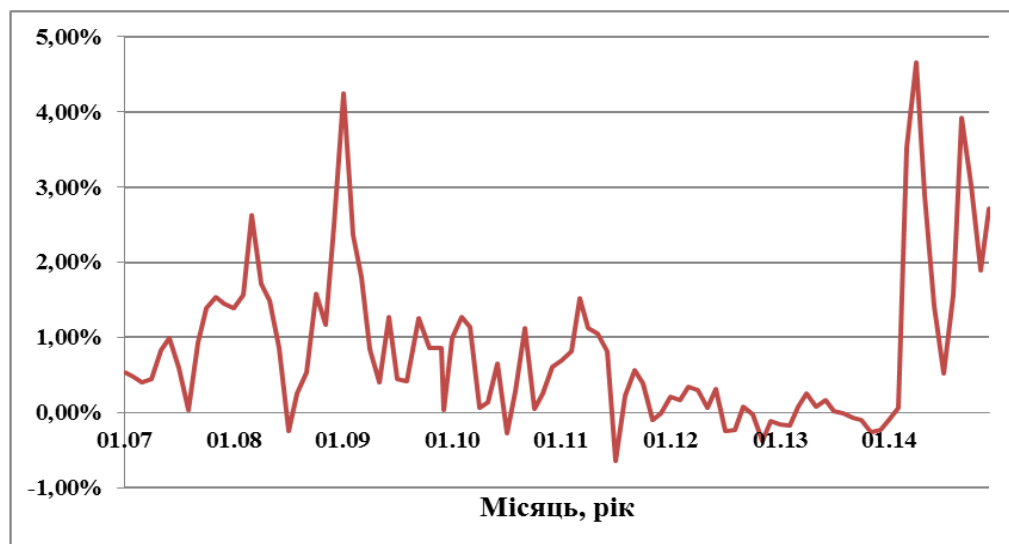


Рис. 3.1 Динаміка цін товарів, що торгуються за місячними даними 2007-2014 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [69]

Аналіз цін для всіх товарів і послуг із кошика індексу споживчих цін за період 2007 – 2014 рр., а також позитивне значення коефіцієнта асиметрії засвідчує більшу негнучкість цін в бік зниження, ніж у бік зростання (табл. 3.3).

Таблиця 3.3

Аналіз негнучкості ІСЦ

Показник	Значення показника
ν_1	0,90520833
ν_2	2,20614583
ν_3	6,23673958
ν_4	21,134649
μ_3	1,72913407
σ^3	1,63303054
K_A	1,05884981
E_k	0,95063845

Джерело: розраховано автором на основі [69]

Дослідження змін ІСЦ за місячними даними теж надає більше фактів щодо наявності негнучкості цін у бік зниження (рис. 3.2).

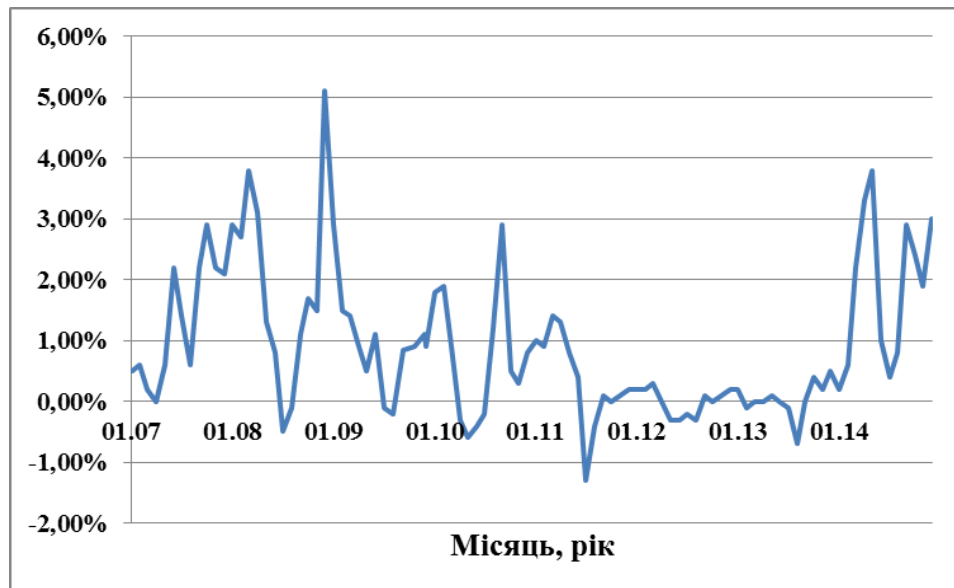


Рис. 3.2 Динаміка ІСЦ за місячними даними 2007–2014 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [69]

Отже, результати нашого дослідження (табл. 3.4) підтверджують гіпотезу про існування у вітчизняній економіці жорсткості цін. Позитивне значення асиметрії в аналізованому періоді засвідчує негнучкість цін у бік зниження.

Таблиця 3.4

Номінальна негнучкість цін

Показники	ІСЦ	Ціни на товари, що торгуються
Стандартне відхилення	1,17760083	1,05012522
Асиметрія	1,05884981	1,71051404
Ексцес	0,95063845	2,65895478

Джерело: розраховано автором

У своєму дослідженні ми використовуємо методику розрахунку оптимального рівня інфляції, запропоновану провідними вітчизняними науковцями: О. Петриком та С. Ніколайчуком [59, с. 50; 73, с. 17-18]. Вона передбачає, що кількісна оцінка ефекту «мастила» базується на припущенні, що інфляція цін товарів, які торгуються, не повинна бути нижчою в Україні порівняно з торговельними партнерами. В якості бази для розрахунків використовується зміна цін експорту Німеччини, середній темп зростання яких за останні роки склав 0,9% на рік. Отже, українськими вченими, згаданими вище, досліджено, що Національний банк України здатний встановити ціль по інфляції для товарів, що торгуються на рівні 1% й успішно її досягати. Цей рівень дасть можливість інфляції виконувати роль «мастила» для товарів, що торгуються.

Наші розрахунки базуються на моделі Балаша-Самуельсона для малої відкритої економіки. Згідно із зазначеною моделлю економіка країни складається з двох секторів – виробництва товарів, що торгуються і неторгуються. Виробничі функції обох секторів мають постійну факторну еластичність і постійну віддачу від масштабу:

$$Y^t = A^t (L^t)^{\alpha} (K^t)^{1-\alpha}, \quad (3.11)$$

$$Y^n = A^n (L^n)^{\alpha} (K^n)^{1-\alpha}, \quad (3.12)$$

де A – сукупна факторна продуктивність; Q – частка заробітної плати в структурі витрат фірм; K – капітал; L – праця; t – сектор виробництва товарів, що торгуються; n – сектор виробництва товарів, що неторгуються.

Модель Балаша-Самуельсона для малої відкритої економіки передбачає досконалу мобільність капіталу і праці між секторами. Ціни на товари, що торгуються, визначаються екзогенно на світових ринках. Ціни на товари, що неторгуються – всередині країни. Функціональна форма залежності відносного рівня цін від темпів зростання сукупної факторної продуктивності в секторах виробництва товарів, що торгуються і не торгуються, дозволяє висунути припущення, – в довгостроковому періоді диференціал інфляції товарів, що торгуються і не торгуються визначається різницею продуктивності в даних секторах.

Отже, запишемо рівняння інфляції в наступній формі [150]:

$$\pi = \alpha \pi_n + (1 - \alpha) \pi_t, \quad (3.13.)$$

де π – загальна інфляція; π_n – інфляція товарів, що не торгуються; π_t – інфляція товарів, що торгуються; α – частка товарів, що не торгуються, у структурі ІСЦ.

Виходячи з вищевикладеного припущення, а, також здійснивши перетворення вищевказаної формули, оптимальний рівень інфляції визначаємо за формулою:

$$\pi = \pi_t + \alpha (\pi_n - \pi_t), \quad (3.14.)$$

де $(\pi_n - \pi_t)$ – зміна відносних цін товарів, що торгуються, до товарів, що не торгуються.

Величина розриву в рівнях продуктивності, у різних секторах, залежить від того, наскільки швидко Україна буде прямувати до рівня розвитку своїх торговельних партнерів (зокрема, країн Єврозони) [73, с.18]. Для наших розрахунків ми використовуємо середнє значення рівноважного інфляційного диференціала в секторі виробництва товарів, що торгуються, і в секторі виробництва товарів, що не торгуються з 2007 по 2014 роки.

Отже, за нашими розрахунками, оптимальний рівень інфляції в Україні дорівнює:

$$\pi = 1\% + 0,632 * 2,64\% = 2,67\%$$

У світовій науковій літературі існує консенсус стосовно того, що 1-3%-ва інфляція достатня для запобігання дефляції і «пастки ліквідності» [147].

Оптимальний рівень інфляції, розрахований нами вище, відноситься до довгострокової інфляційної концепції. При цьому, допускається певне ситуативне відхилення показників приросту індексу споживчих цін, у річному вимірі, від установлених цільових орієнтирів, відповідно до змін економічної кон'юнктури, якщо такі відхилення не загрожують ціновій стабільності в середньостроковій перспективі.

Наступним етапом нашого дослідження є аналіз впливу на індекс споживчих цін (Y) таких показників:

- грошова маса (M3) (X1);
- курс гривні до долара США (X2);
- рівень безробіття (X3);
- облікова ставка НБУ (X4);
- рівень доларизації економіки України (X5);
- дефіцит/профіцит державного бюджету (X6);
- світовий рівень цін на нафту (Brent) (X7);
- дефлятор ВВП (X8);
- обсяг валового зовнішнього боргу (X9).

Для економетричного моделювання використано програмне середовище Eviews. За обраними показниками підготовлено статистичні дані за 2007 – 2014 рр. з місячною періодизацією, тобто – за 96 періодів та здійснено необхідні розрахунки.

Спочатку ми дослідили характер та силу впливу незалежних змінних на показник ІСЦ. Для цього побудували кореляційну матрицю (табл. 3.5).

На основі кореляційної матриці зробили висновок про характер та зв'язок між досліджуваними показниками (табл. 3.6).

Таблиця 3.5

Кореляційна матриця між досліджуваними факторами моделі

	Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
Y	1,000	0,871	0,862	-0,458	-0,236	0,704	-0,343	0,199	-0,434	0,812
X1	0,871	1,000	0,718	-0,424	-0,323	0,445	-0,257	0,353	-0,480	0,928
X2	0,862	0,718	1,000	-0,179	0,209	0,750	-0,325	-0,191	-0,161	0,505
X3	-0,458	-0,424	-0,179	1,000	0,439	-0,152	0,219	-0,541	0,357	-0,487
X4	-0,236	-0,323	0,209	0,439	1,000	0,019	0,139	-0,560	0,730	-0,584
X5	0,704	0,445	0,750	-0,152	0,019	1,000	-0,231	-0,287	-0,465	0,399
X6	-0,343	-0,257	-0,325	0,219	0,139	-0,231	1,000	0,212	0,176	-0,238
X7	0,199	0,353	-0,191	-0,541	-0,560	-0,287	0,212	1,000	-0,215	0,499
X8	-0,434	-0,480	-0,161	0,357	0,730	-0,465	0,176	-0,215	1,000	-0,642
X9	0,812	0,928	0,505	-0,487	-0,584	0,399	-0,238	0,499	-0,642	1,000

Джерело: розроблено автором

Таблиця 3.6

Характер та сила впливу факторів на досліджуваний показник

Досліджуваний показник (залежна змінна)	Фактор (незалежна змінна)	Значення парного коефіцієнта кореляції	Тіснота зв'язку	Характер зв'язку
Y	X1	0,871	Висока	Прямий
Y	X2	0,862	Висока	Прямий
Y	X3	-0,458	Середня	Обернений
Y	X4	-0,236	Слабка	Обернений
Y	X5	0,704	Висока	Прямий
Y	X6	-0,343	Слабка	Обернений
Y	X7	0,199	Слабка	Прямий
Y	X8	-0,434	Середня	Обернений
Y	X9	0,812	Висока	Прямий

Джерело: розроблено автором

Наступним етапом нашого дослідження є перевірка сукупності незалежних факторів на наявність лінійної функціональної залежності, між двома чи більше незалежними змінними (повна мультиколінеарність) та на існування тісного кореляційного зв'язку між двома чи більше незалежними змінними (часткова мультиколінеарність).

Ознакою мультиколінеарності є високі значення парного коефіцієнта кореляції ($\geq 0,8$). Ми побудували окрему кореляційну матрицю між незалежними змінними, з метою перевірки наявності мультиколінеарності (табл. 3.7).

Таблиця 3.7

Кореляційна матриця між незалежними змінними

	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
X1	1,000	0,718	-0,424	-0,323	0,445	-0,257	0,353	-0,480	0,928
X2	0,718	1,000	-0,179	0,209	0,750	-0,325	-0,191	-0,161	0,505
X3	-0,424	-0,179	1,000	0,439	-0,152	0,219	-0,541	0,357	-0,487
X4	-0,323	0,209	0,439	1,000	0,019	0,139	-0,560	0,730	-0,584
X5	0,445	0,750	-0,152	0,019	1,000	-0,231	-0,287	-0,465	0,399
X6	-0,257	-0,325	0,219	0,139	-0,231	1,000	0,212	0,176	-0,238
X7	0,353	-0,191	-0,541	-0,560	-0,287	0,212	1,000	-0,215	0,499
X8	-0,480	-0,161	0,357	0,730	-0,465	0,176	-0,215	1,000	-0,642
X9	0,928	0,505	-0,487	-0,584	0,399	-0,238	0,499	-0,642	1,000

Джерело: розроблено автором

У наведеній матриці значення парного коефіцієнта кореляції перевищує нормативне значення між факторами X1 та X9. Тісний кореляційний зв'язок між незалежними змінними призводить до того, що знижує точність оцінювання впливу факторів на залежну змінну, оскільки вплив різних факторів має схожий характер.

З метою усунення мультиколінеарності ми виключили змінну X1 для подальшого дослідження і побудови моделі. В оновленій кореляційній матриці значення парного коефіцієнта кореляції між незалежними змінними не перевищують 0,8, що засвідчує відсутність мультиколінеарності (табл. 3.8).

Таблиця 3.8

Оновлена кореляційна матриця моделі між незалежними змінними

	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9
X2	1,000	-0,179	0,209	0,750	-0,325	-0,191	-0,161	0,505
X3	-0,179	1,000	0,439	-0,152	0,219	-0,541	0,357	-0,487
X4	0,209	0,439	1,000	0,019	0,139	-0,560	0,730	-0,584
X5	0,750	-0,152	0,019	1,000	-0,231	-0,287	-0,465	0,399
X6	-0,325	0,219	0,139	-0,231	1,000	0,212	0,176	-0,238
X7	-0,191	-0,541	-0,560	-0,287	0,212	1,000	-0,215	0,499
X8	-0,161	0,357	0,730	-0,465	0,176	-0,215	1,000	-0,642
X9	0,505	-0,487	-0,584	0,399	-0,238	0,499	-0,642	1,000

Джерело: розроблено автором

Перейдемо безпосередньо до моделювання залежності змінних за методом найменших квадратів за допомогою програмного середовища Eviews. У результаті побудови початкової лінійної моделі (Додаток 3, рис. 3.1) було встановлено, що такі фактори, як: рівень безробіття (X3), облікова ставка НБУ (X4), дефіцит/профіцит бюджету (X6) та дефлятор ВВП (X8) є незначущими, тобто не значно впливають на зележну змінну та погіршують оцінки моделі, а отже, їх доцільно виключити. Оновлена модель має вигляд (Додаток 3, рис. 3.2):

$$Y = 0,034X_2 + 0,858X_5 + 0,90X_7 + 0,0004X_9$$

Результати тестування цієї моделі за допомогою критерію Рамсея (RamseyResetTest) вказують на те, що обрана функціональна форма залежності не дає змоги точно описати досліджуване явище, тому ми змінили специфікацію моделі (Додаток 3, рис. 3.3).

У процесі побудови моделей з різними функціональними формами було встановлено, що найкращою (за результатами тесту Рамсея) є логарифмічно-степенева функція (Додаток 3, рис. 3.4, рис. 3.5):

$$Y = 0,341X_2 + 0,869X_5 + 0,0005X_7^2 + 38,9551\lg(X_9)$$

При визначенні ступеня адекватності обраної моделі здійснено її оцінювання в середовищі Eviews за такими критеріями (Додаток 3, рис. 3.4): F-статистика Фішера; скоригований коефіцієнт детермінації ($AdjustedR^2$); t-статистика Стьюдента.

Найдадекватнішою є та модель, яка має найменше значення Prob (F-statistic) та найбільше значення $AdjustedR^2$, як показники «правдоподібності» моделі (що менше Prob (F-statistic) та більше $AdjustedR^2$, то точніше дана модель описує досліджуване явище, що і є показником її якості), а також – коефіцієнти якої мають найменші значення Prob (t-statistic), як показник значущості коефіцієнтів (тобто доказ, що саме ці фактори суттєво впливають на результативний показник).

Prob (F-statistic) нашої моделі вказує на те, що модель адекватна за будь-якого рівня надійності.

$AdjustedR^2$ дорівнює 0,974, що означає, що результативний показник моделі (ІСЦ) на 97,4% пояснюється обраними незалежними факторами.

Prob (t-statistic) усіх факторів, за виключенням X_7 (рівень цін на нафту) менше, ніж 0,01, а отже вони є значущими з рівнем надійності 99%, а змінна X_7 – з рівнем надійності 95%.

Отже, згідно результатів перевірки за низкою критеріїв, побудована модель є адекватною і достатньо якісною.

Наступним етапом дослідження змодельованої залежності є аналіз еластичності, тобто зміни залежної змінної при одиничній зміні незалежних змінних з метою визначення сили впливу кожного з факторів на ІСЦ.

Визначимо коефіцієнти еластичності результативного показника за кожним фактором та зміну залежної змінної за одновідсоткової зміни кожного з факторів. На основі отриманих результатів проведено аналіз еластичності (Додаток 3, рис. 3.6):

–при зростанні курсу долара на 1% ІСЦ збільшиться на 0,28%;

–при збільшенні рівня доларизації економіки на 1% значення ІСЦ зросте на 0,26%;

–за умови збільшення квадрату ціни на нафту на 1% значення ІСЦ зросте на 0,05%;

–при збільшенні логарифму обсягу зовнішнього боргу на 1% значення індексу споживчих цін зросте на 4,77%.

Кінцевою метою економетричного моделювання є прогнозування досліджуваного показника. Необхідно зазначити, що в умовах вкрай нестабільної економічної та політичної ситуації в країні, прогнозування значення ІСЦ здійснено на період 2015 – 2017 рр.

Для побудови прогнозу в середовищі Eviews ми зробили припущення щодо значень незалежних факторів з урахуванням прогнозів аналітиків (Додаток К).

Середня похибка апроксимації для побудованої моделі становить 2,62%, що менше, ніж 10%. Це означає, що дана модель є якісною для здійснення прогнозування. На основі здійсненого припущення ми розробили прогноз показника ІСЦ (рис. 3.3).

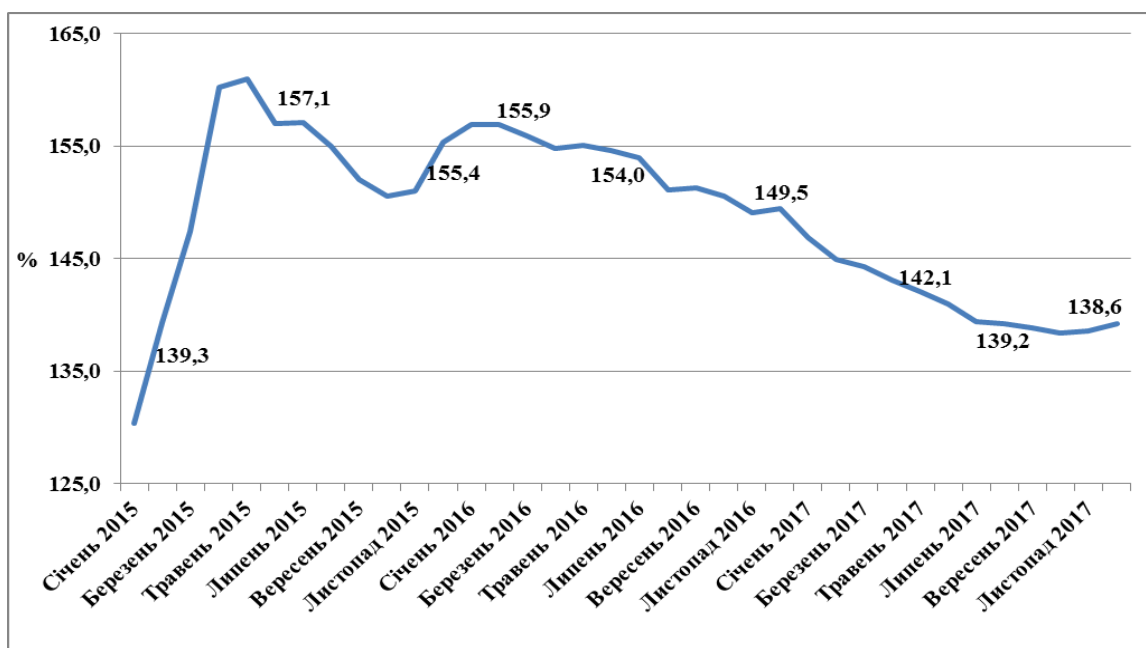


Рис. 3.3 Прогноз значень ІСЦ на 2015-2017 рр.*

* Використано річну базу (до відповідного місяця минулого року)

Джерело: побудовано автором

Необхідно зазначити, що даний сценарій прогнозу розроблений за умови наступних тенденцій до кінця 2017 року:

- поступове зростання курсу долара відносно гривні до 30-32 гривень – за долар за підрахунками Міністерства економічного розвитку і торгівлі України;
- зменшення доларизації економіки до 26% відповідно до проекту Комплексної програми розвитку банківської системи України на 2015 – 2020 роки;
- зростання цін на нафту, які перевищать 100 доларів за барель згідно прогнозів Агенції розвитку економіки;
- поступове скорочення зовнішнього боргу відповідно до прогнозу Міністерства економічного розвитку і торгівлі України.

Таким чином, розроблений прогноз засвідчує, що після стрімкого зростання ІСЦ у лютому-березні 2015 р. показник протягом року знаходитиметься на рівні 150-157 і досягне у грудні позначки 155,4. З 2016 року значення показника почне зменшуватись протягом наступних двох років і встановиться на рівні 138-139 наприкінці 2017 року.

Отже, в результаті побудови та аналізу економетричної моделі було встановлено, що на значення індексу споживчих цін впливають такі фактори, як: курс гривні до долара США, рівень доларизації економіки, світовий рівень цін на нафту та обсяг валового зовнішнього боргу.

У процесі аналізу було змінено специфікацію моделі, остаточний варіант якої має вигляд:

$$Y = 0,341X_2 + 0,869X_5 + 0,0005X_7^2 + 38,955\lg(X_9)$$

Правильність специфікації даної моделі було перевірено за допомогою Ramsey-теста. Також, було застосовано низку тестів, які підтвердили, що побудована модель є якісною і достатньо точно описує реальне економічне явище.

Аналіз еластичності показав, що найбільше на індекс споживчих цін впливають курс долара та обсяг зовнішнього боргу.

Розроблений прогноз засвідчує стрімке зростання значень ІСЦ у 2015 році, поступове зниження упродовж 2016 – 2017 рр. та стабілізацію на рівні 138 – 139 на кінець періоду прогнозування. Отже, індекс споживчих цін все ще залишається на дуже високому рівні, а тому вимагає від НБУ виважених та грамотних дій при розробці грошово-кредитної політики, зокрема, у частині зниження темпів інфляції у річному вимірі, стабілізації національної грошової одиниці, зниження рівня доларизації економіки та врегулювання платіжного балансу.

3.2. Удосконалення нормативно-правового забезпечення інфляційного таргетування в Україні

У результаті підписання у липні 2010 р. Закону України № 2478 VI «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо діяльності Національного банку України» [84] були внесені істотні зміни, спрямовані на посилення ролі Національного банку України у забезпеченні цінової стабільності.

Ухвалення цього закону було однією із основних умов надання Україні Міжнародним валютним фондом кредиту stand-by.

Закон України № 2478 VI вніс зміни в законодавче регулювання грошово-кредитної політики, а саме:

1. Головна мета діяльності НБУ набула конкретизації.
2. Запроваджено заборону надання кредитів НБУ державі.
3. Збільшено строк повноважень голови НБУ з 5 до 7 років для уникнення співпадання з терміном повноважень депутатів Верховної Ради та Президента України.
4. Зміцнено політичну незалежність НБУ через посилення вимог до членів Ради НБУ.
5. Відмінено авансове (щоквартальне) перерахування прибутку НБУ до держбюджету.
6. Частково оптимізовано розподіл повноважень між Радою і Правлінням Національного банку, що є необхідним для зміцнення ролі НБУ у забезпеченні цінової стабільності.
7. Внесено зміни щодо розробки Основних засад грошово-кредитної політики.
8. Розширено інформаційні зобов'язання НБУ перед населенням.

На нашу думку, найважливішою зміною до законодавчих актів України щодо діяльності НБУ стало чітке визначення стратегічної цілі грошово-кредитної політики. До липня 2010 р. жоден із нормативно-правових документів, що регулюють діяльність НБУ не визначав стратегічну ціль. Натомість, законодавчо визначалася основна функція НБУ. Відповідно до статті 99 Конституції України [35] та статті 6 Закону України «Про Національний банк України» [89], основною функцією НБУ було «забезпечення стабільності грошової одиниці України», що, фактично, передбачало забезпечення внутрішньої (контроль над інфляцією) і зовнішньої (контроль над динамікою обмінного курсу) стабільності.

Відсутність чітко визначеної монетарної цілі призводила до того, що проведення грошово-кредитної політики, фактично, обмежувалося вирішенням

лише поточних операційних завдань та була мотивом звинувачень про неефективне монетарне регулювання у середньостроковому періоді.

Після прийняття Закону України № 2478 основна мета НБУ набула конкретизації, а саме: пріоритетом стають низькі темпи інфляції, у період – від трьох до п'яти років. Національний банк, у межах своїх повноважень, сприяє стабільності банківської системи, збереженню стійких темпів економічного зростання та підтримує економічну політику Кабінету Міністрів України за умови, що це не перешкоджає досягненню цінової стабільності в державі.

Другою важливою зміною стала заборона надавати кредити в національній та іноземній валюті, як прямо, так і опосередковано через державну установу, іншу юридичну особу, майно якої перебуває у державній власності на фінансування витрат Державного бюджету України.

Відповідно до статті 54 ЗУ «Про Національний банк України» (стаття 54 в редакції Закону № 2478-VI від 09.07.2010р.), НБУ не має права купувати на первинному ринку цінні папери, емітовані Кабінетом Міністрів України, державною установою, іншою юридичною особою, майно якої перебуває у державній власності.

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

До липня 2010 року посада голови Національного банку України на законодавчому рівні не була достатньо захищеною від політичного тиску. Відповідно до статті 85 Конституції України, статті 18 Закону України «Про Національний банк України», голову Національного банку призначала на посаду Верховна Рада України за поданням Президента України більшістю від конституційного складу Верховної Ради України терміном на п'ять років. Законом визначалися наступні підстави, за якими голова НБУ міг бути достроково звільнений: у зв'язку з заявою про відставку за політичними або особистими причинами, поданою у письмовому вигляді та прийнятою Президентом України; за поданням Президента України в межах його конституційних повноважень.

Зрозуміло, що п'ятирічний термін повноважень голови НБУ міг співпадати з виборами Президента та ВРУ. Це посилювало політичний тиск на процес обрання голови НБУ. Окрім цього, одним із факторів такого тиску була визначена законодавством можливість відставки голови НБУ за політичними мотивами. Отже, попереднє законодавство допускало широкі політичні можливості впливу на керівництво Національного банку та монетарні рішення.

Відповідно до внесених змін від 09.07.2010 р. голову НБУ призначають на посаду строком на сім років. Також, статтею 18 ЗУ «Про Національний банк України» визначені кваліфікаційні вимоги до голови Національного банку: фаховий досвід не менше 10 років, бездоганна ділова репутація, відсутність представницького мандату, членства в політичній партії, керівних посад в державних органах, прямого чи опосередкованого володіння юридичною особою.

Крім того, виключено положення щодо звільнення голови НБУ за: 1) поданням Президента України у межах його конституційних повноважень; 2) внаслідок відставки за власною заявою з політичних причин.

Зазначимо, що важливою зміною є встановлення кваліфікаційних вимог до членів Ради НБУ: повна вища освіта у галузі економіки, фінансів чи права або науковий ступінь у галузі економіки, фінансів чи права; не менше 10 років досвіду роботи в органі законодавчої влади або на керівних посадах в інших органах державної влади; бездоганна ділова репутація, відсутність судимості. Крім того, уточнено підстави звільнення членів Ради НБУ з посади.

Відповідно до статті 10 ЗУ «Про Національний банк України» не може бути членом Ради НБУ особа, яка має представницький мандат або є членом Кабінету Міністрів України, обіймає чи обіймала посаду керівника органу державної влади (якщо не минув один рік з дня її звільнення з такої посади) або є керівником чи членом керівних органів політичної партії.

П'ятою зміною є відміна авансового (щоквартального) перерахування прибутку НБУ до Держбюджету, внесення зміни до статті 5 ЗУ «Про Національний банк України» та введення у дію статті 5-1, яка чітко визначає порядок розподілу прибутку, а саме:

– 50 відсотків прибутку до розподілу спрямовується до загальних резервів та інших резервів Національного банку. Відрахування до загальних резервів проводяться доти, поки сума загальних резервів не дорівнюватиме 10 відсоткам обсягу грошово-кредитних зобов'язань Національного банку;

– 50 відсотків прибутку до розподілу перераховується до Державного бюджету України наступного, за звітним, року.

Після формування загальних резервів НБУ у необхідному розмірі, прибуток до розподілу підлягає перерахуванню до державного бюджету України, у повному обсязі.

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

Проте, на практиці, з року в рік, законами України «Про Державний бюджет України» встановлювалася норма стосовно щоквартального перерахування НБУ до державного бюджету суми коштів, яка ще не була отримана, а лише – передбачена кошторисом НБУ, як перевищення доходів над витратами. Таке перерахування коштів за своєю суттю було авансовим перерахуванням до державного бюджету доходів, які ще реально не отримані і були не чим іншим, як здійсненням НБУ емісії на покриття видатків державного бюджету [6, с. 59].

Так, стаття 15 Закону України «Про Державний бюджет України на 2014 рік» [86] передбачала, що НБУ у 2014 році щоквартально перераховує до бюджету кошти в сумі не менше як 5 701 833,6 тис. гривень на загальну суму не менше, як 22 807 334,4 тис. гривень. Її зміст суперечить ст. 5, ст. 5-1 Закону України «Про Національний банк України». Отже, перерахування коштів, передбачене ст. 15 Закону України «Про Державний бюджет України на 2014 рік» можна вважати здійсненням НБУ емісії на покриття видатків державного бюджету та/або дефіциту бюджету.

Стаття 15 Закону України «Про Державний бюджет України на 2015 рік» [87] передбачає, що Національний банк України здійснює розподіл прибутку до

розподілу за 2014 рік та перераховує не пізніше 11 травня 2015 року до Державного бюджету України кошти на загальну суму – не менше як 60.500.000 тис. гривень.

На нашу думку, таку норму потрібно вилучити із Закону «Про Державний бюджет України» та внести зміни до Закону України «Про Національний банк України», а саме: визначити першочерговим спрямування частини прибутку до розподілу на формування загальних резервів Національного банку, а перерахування частини прибутку до розподілу до Державного бюджету здійснюватиметься лише після формування загальних резервів.

Позитивним вважаємо скасування права відкладального вето Ради НБУ щодо рішень Правління. До липня 2010 року Рада НБУ володіла широкими можливостями втручатись у процес оперативної реалізації Правлінням грошово-кредитної політики. Конкуренцію повноважень між керівними органами НБУ викликала конфліктні ситуації, що в свою чергу ускладнювало проведення монетарного регулювання і в кінцевому результаті не сприяло досягненню цілей центрального банку.

Незважаючи на внесені зміни, у Правління залишаються повноваження, які, на наш погляд, дещо ширше повноважень Правління, і тому вони мають вирішуватись спільно з Радою Національного банку України.

За своїм правовим статусом Правління НБУ згідно зі ст. 14 ЗУ «Про Національний банк України» є органом, який через відповідні монетарні інструменти та інші засоби банківського регулювання забезпечує реалізацію грошово-кредитної політики. На нашу думку, низка повноважень Правління є ширшими тих понять, які традиційно вкладаються у вищезазначені терміни. До таких повноважень у сфері грошово-кредитного регулювання можна віднести:

- 1) емісія валюти України та вилучення з обігу банкнот і монет;
- 2) зміна процентних ставок Національного банку;
- 3) установлення мінімального розміру золотовалютних резервів НБУ;
- 4) установлення лімітів операцій на відкритому ринку, які здійснює Національний банк;
- 5) умови допуску іноземного капіталу до банківської системи України;

б) установлення розмірів та порядку формування обов'язкових резервів для банків.

Відповідно до статті 24 ЗУ «Про Національний банк України» (в редакції Закону № 2478-VI від 09.07.2010 р.) Основні засади грошово-кредитної політики визначають показники діяльності Національного банку України у середньостроковій перспективі для досягнення його цілей, визначених статтею 6 ЗУ «Про Національний банк України». При розробленні Основних засад грошово-кредитної політики використовуються макроекономічні показники, розраховані Кабінетом Міністрів України.

Закон України № 2478 VI від 09.07.2010р. розширив інформаційно-комунікаційні зобов'язання НБУ перед населенням. Відповідно до статті 68 ЗУ «Про Національний банк України» з метою збільшення довіри суспільства НБУ зобов'язаний інформувати громадськість про свою діяльність шляхом опублікування відповідних відомостей на офіційному сайті та у виданні Національного банку, проведення керівниками НБУ прес-конференцій, виступів на радіо і телебаченні та в інший, передбачений законом, спосіб.

Зазначимо, що в контексті інформаційних зобов'язань НБУ, Основні засади грошово-кредитної політики, починаючи з 2013 року, містять вимогу підвищення прозорості та підзвітності Національного банку перед суспільством стосовно досягнення цілей грошово-кредитної політики. Зокрема, якщо відхилення величини приросту індексу споживчих цін, у річному вимірі, від установлених цільових орієнтирів, спостерігатиметься упродовж шести місяців поспіль, то Національний банк має розмістити на сторінках свого офіційного інтернет-представництва пояснення щодо причин такого відхилення та поінформувати суспільство про заходи, які вживаються для приведення індексу споживчих цін у відповідність до визначених цільових параметрів.

Окрім розглянутих вище внесених змін в законодавчу базу діяльності НБУ, не менш важливе значення має правове уточнення поняття «цінова стабільність». До внесення змін до Закону України «Про Національний банк України» від 09.07.2010р. цінова стабільність визначалася як забезпечення стабільності цін шляхом

регулювання курсу гривні. У новій редакції, цінова стабільність – збереження купівельної спроможності національної валюти шляхом підтримання у середньостроковій перспективі (від 3 до 5 років) низьких, стабільних темпів інфляції, що вимірюються індексом споживчих цін. Законодавча модифікація сутності поняття «цінова стабільність» свідчить про зміну пріоритетів грошово-кредитної політики Національного банку у напрямі визначення основною монетарною ціллю досягнення та підтримання низьких рівнів інфляції.

Однак, в діючій законодавчій базі, яка визначає правила реалізації грошово-кредитної політики, не розроблено всіх необхідних елементів для комплексного її розуміння. Зокрема, мова йде про відсутність стратегії грошово-кредитної політики на середньострокову перспективу, розробленої моделі трансмісійного механізму, комунікаційної стратегії Національного банку, процедури прийняття рішень з питань монетарного регулювання.

Зазначимо, що в діючій нормативно-правовій базі, а саме в Основних засадах грошово-кредитної політики, визначаються принципи реалізації монетарної політики. Доцільним, на нашу думку, є, також, визначення в Основних засадах принципів відбору та застосування інструментів монетарного та валютного регулювання, які стануть основними критеріями оцінки ефективності грошово-кредитної політики центрального банку.

На нашу думку, для забезпечення повноцінного функціонування режиму таргетування інфляції, необхідно вирішити наступні проблеми:

1. Недостатня узгодженість монетарної та інших складових національної економічної політики.

Досягнення та утримання цінової стабільності є достатньо складним завданням, що потребує від НБУ та уряду узгоджених комплексних рішень, тіснішої співпраці та однаковості у процесі розроблення та реалізації грошово-кредитної та загальної економічної політики держави.

Стаття 6 Закону України «Про Національний банк України» передбачає, що НБУ, у виконанні своєї основної функції має керуватися пріоритетністю досягнення та підтримки цінової стабільності в державі.

Одночасно, стаття 2 Закону України «Про Кабінет Міністрів України» [88] визначає, що одним з основних завдань Кабінету Міністрів є забезпечення здійснення цінової політики. Проте, на сьогодні, не існує чіткого розподілу відповідальності державних органів за забезпечення цінової стабільності.

З огляду на це, вважаємо за доцільне розроблення спільного між НБУ та урядом документа з конкретним переліком заходів та критеріями оцінки ефективності їх застосування, який би забезпечував узгоджений підхід уряду та НБУ до забезпечення цінової стабільності.

Вважаємо важливим кроком для узгодження реалізації грошово-кредитної, боргової та бюджетно-податкової політики України створення наприкінці 2014 року Координаційного комітету між Національним банком України та Міністерством фінансів України. До його складу входять Голова Національного банку України, керівник структурного підрозділу Національного банку, що відповідає за проведення грошово-кредитної політики, Міністр фінансів України та керівник структурного підрозділу Міністерства фінансів, що відповідає за проведення боргової політики.

2. Виправити існуючу неузгодженість термінів обміну інформацією у розробленні основних прогнозних і програмних документів уряду та НБУ.

Згідно зі статтею 9 Закону України «Про Національний банк України» Національний банк інформує Верховну Раду України щодо Основних засад грошово-кредитної політики на наступний рік щорічно до 15 вересня. Згідно зі статтею 37 Бюджетного кодексу України [14], проект закону про Державний бюджет України передається до Верховної Ради України також до 15 вересня. При цьому, основні бюджетні показники часто доопрацьовуються і змінюються під час їх затвердження Кабінетом Міністрів України незадовго до подання законопроекту до Верховної Ради України. Засідання Ради Національного банку України, яка затверджує Основні засади грошово-кредитної політики, не можуть проводитись із такою періодичністю як засідання Кабінету Міністрів України, тому можливості для внесення відповідних змін до показників Основних засад грошово-кредитної політики обмежені. Як наслідок, монетарні та бюджетні показники, подані до

Верховної Ради України, можуть не збігатися. Окрім цього, бюджетні показники можуть зазнавати значних змін і під час розгляду проекту закону про бюджет, у комітетах Верховної Ради України та безпосередньо під час затвердження [69].

3. Згідно із статтею 7 Закону України «Про Національний банк України» НБУ визначає та проводить грошово-кредитну політику відповідно до розроблених Радою НБУ Основних засад грошово-кредитної політики, при цьому, відповідно до статті 24, Основні засади грошово-кредитної політики ґрунтуються на макроекономічних показниках, розрахованих Кабінетом Міністрів України.

Враховуючи вищезазначене, регулятор зобов'язаний використовувати під час розроблення Основних засад грошово-кредитної політики, проведення монетарної політики, урядові прогностні показники. Це може спричинити значні ускладнення у реалізації грошово-кредитної політики, оскільки прогностні показники можуть розроблятися, виходячи з політичних потреб, а не економічної доцільності. Тому, застосування урядових прогностних показників не забезпечить надійної основи для розроблення грошово-кредитної політики.

4. Необхідно удосконалити структуру та інформаційний вміст «Основних засад грошово-кредитної політики» відповідно до передової світової практики, зокрема, необхідно розширити часовий горизонт дії документа (з 1 до 3 років); доповнити кількісними та якісними показниками (критеріями) оцінки ефективності виконання ієрархії цілей Національного банку та реалізації заявлених намірів (заходів); прописати засади підзвітності регулятора перед суспільством. Оскільки, в Основних засадах грошово-кредитної політики визначаються принципи грошово-кредитної політики, доцільним є визначення в Основних засадах також принципів відбору та застосування монетарних інструментів, які у світовій практиці є своєрідними критеріями оцінки правильності дій центрального банку [36].

5. Сучасні правила застосування монетарних інструментів визначаються численними нормативно-правовими актами, в які часто вносяться зміни. Це перешкоджає формуванню в економічних агентів загального уявлення про операційні основи монетарного регулювання та зумовлює необхідність створення єдиного правового документа, який міститиме механізми та процедур

використання інструментів монетарної політики і розміщуватиметься на офіційному сайті Національного банку.

6. Необхідно удосконалити процедуру роз'яснення суспільству монетарної політики НБУ та її наслідків.

Відповідно до передової практики центральних банків, Національний банк використовує ефективні канали комунікацій, такі, як: офіційний сайт у мережі Інтернет, прес-конференції, проведення періодичних опитувань комерційних банків. Проте, на жаль, не усі монетарні рішення надаються населенню із відповідними роз'ясненнями, що може спричинити неправильне розуміння економічними суб'єктами заходів, що застосовуються центральним банком.

Тому, вважаємо доцільним розроблення і оприлюднення на сайті НБУ документа «Стратегія комунікацій Національного банку», який міститиме наступну інформацію: основні принципи оголошення монетарних рішень; графіки проведення комунікаційних заходів; річні графіки проведення засідань Правління НБУ, Комітету з монетарної політики; список питань, які розглядатимуться на засіданнях Комітету та Правління. Це збільшуватиме передбачуваність грошово-кредитної політики, сприятиме підвищенню довіри до центрального банку та розуміння населенням процесу прийняття монетарних рішень.

3.3 Основні шляхи підвищення дієвості механізму інфляційного таргетування в Україні

У сучасних умовах, реалізація монетарного режиму, що базується на цінній стабільності в Україні ускладнюється низкою негативних чинників, серед них основними є такі:

- 1) військові дії на Сході України, які загострюють політичну та економічну нестабільність в країні та зумовлюють невизначеність щодо подальшої ситуації;
- 2) високі девальваційні очікування населення (девальвація національної валюти за 3 місяці 2015 року становила понад 48,6%);

3) значний рівень доларизації економіки України. З початку 2015 року відновилося тенденція щодо зростання доларизації. Станом на кінець березня 2015р., рівень доларизації за показником частки депозитів в іноземній валюті в грошовому агрегаті М2 становив: 38,4%. За даними Національного банку за підсумками I кварталу 2015 року доларизація банківських депозитів становила 53,2%, у т.ч. фізичних осіб – 60,7%, юридичних осіб – 41,7%; доларизація кредитів банків – 56,1%, у т.ч. кредитів, наданих фізичним особам, – 57,2%, юридичним особам – 55,8%.

Зазначимо, що проблема доларизації в Україні залишається досить гострою та зумовлює значні негативні наслідки для реалізації інфляційного таргетування, а саме:

- знижує ефективність грошово-кредитного регулювання Національного банку через обмеження його можливості впливати на іноземну валюту, яка стає важливою складовою пропозиції грошей в умовах доларизації економіки країни.

- суттєво впливає на інфляцію та її волатильність. Каранза та ін. науковці [127] дослідили, що у високодоларизованих країнах рівень інфляції та її мінливість, є вищим, ніж в низькодоларизованих країнах. Іноземна валюта витісняє з грошового обігу національну, і, в такий спосіб, привласнює собі вартість товарів, що в кінцевому результаті, призводить до падіння купівельної спроможності гривні та її знецінення;

4) неефективна процентна політика Національного банку. В Україні простежується значна мінливість ставок на міжбанківському ринку, зумовлена їх недостатньою чутливістю до імпульсів процентної політики НБУ. Ключова ставка НБУ не виконує функції орієнтира вартості ресурсів і, на відміну від країн з режимом ІТ, за нею не проводиться основний обсяг операцій з регулювання ліквідності. Важливою особливістю процентної політики НБУ є надто широкий процентний коридор, що формується депозитною та кредитною ставками овернайт. Його ширина, станом на 13 травня 2015 року склала 13% (+3/-10% від облікової ставки). Широкий процентний коридор не дозволяє забезпечити незначну волатильність міжбанківської ставки та цінову стабільність у перспективі;

5) високий рівень тіньової економіки в Україні (понад 40% від ВВП), де розрахунки здійснюються, переважно, в іноземній валюті;

6) боргова політика уряду України, внаслідок якої відбулося зростання державного зовнішнього боргу. Державний і гарантований державою борг, станом на 31.03.2015 р. становив 1 трлн. 524 млрд. 345 млн. 052,38 тис. грн. Державний зовнішній борг становив 768 млрд. 493 млн. 880,15 тис. грн. або 50,4% від загальної суми державного та гарантованого державою боргу [68]. У I кварталі 2015 році державний та гарантований державою борг досягнув позначку 57% ВВП. У 2014 – 2015 рр. державний і гарантований державою борг збільшився за рахунок позик від Міжнародного валютного фонду та Світового банку, девальвації гривні до долара США, а також продовження рекапіталізації НАК «Нафтогаз України». Зростання боргового навантаження на економіку України спричинило значні інфляційні очікування у суспільстві;

7) значне скорочення обсягу міжнародних валютних резервів з 25 млрд. дол. США на початок 2013 року до 9,9 млрд. дол. США станом на 1 квітня 2015 року, що обмежує можливості Національного банку брати участь у стабілізації валютного ринку, а також негативно впливає на девальваційні очікування населення.

У зв'язку із планами України в найближчій перспективі перейти до повноцінного режиму таргетування інфляції необхідним є розроблення спільного між НБУ та урядом базового документа з конкретним планом заходів щодо реалізації режиму ІТ та з визначеними критеріями оцінки ефективності їх виконання. Перед розробкою такого документа необхідно детально проаналізувати поточне вітчизняне економічне середовище і порівняти його із середовищем, необхідним для успішного ефективного функціонування режиму ІТ, дослідити відмінності між монетарними інструментами НБУ та центральних банків, що запровадили ІТ та розробити відповідні заходи щодо спрямування загальної економічної політики держави на досягнення цілі довгострокової цінової стабільності.

З метою підвищення ефективності монетарної політики необхідно покращити грошово-кредитне регулювання Національного банку шляхом:

1. Удосконалення існуючих та розроблення нових теоретично-практичних підходів щодо грошово-кредитного регулювання. Зокрема, в першу чергу, через збільшення ролі процентного каналу трансмісійного механізму в регулюванні грошово-кредитного ринку. Сьогодні, в Україні, застосовується кількісний підхід монетарного регулювання, тоді як, центральні банки, які запровадили інфляційне таргетування, використовують процентні інструменти регулювання грошово-кредитного ринку (через управління короткостроковими процентними ставками).

2. Підвищення ролі процентного каналу трансмісійного механізму в регулюванні грошово-кредитного ринку. Перехід до гнучкого курсу повинен супроводжуватися активізацією процентних інструментів. Для цього необхідно:

- провести аналіз інструментів та процедур реалізації монетарної політики НБУ та центральних банків, що запровадили режим таргетування інфляції, і привести вітчизняний інструментарій грошово-кредитного регулювання у відповідність до найкращого світового досвіду;

- дотримуватися наступних правил процентної політики, які забезпечать наближення практики її реалізації в Україні до стандартів країн з режимом таргетування інфляції:

- Правила Тейлора – утримування на позитивному рівні ставки Національного банку України проти рівня інфляції з метою зниження темпів інфляції у середньостроковій перспективі;

- Правила процентного підходу:

- перехід у середньостроковій перспективі до процентного підходу регулювання грошово-кредитного ринку та відхід від кількісного підходу, коли операційним орієнтиром грошово-кредитної політики є монетарна база;

- визначення у законодавчій базі цілей застосування, функціонального призначення, механізму проведення, критеріїв оцінки ефективності інструментів грошово-кредитного регулювання, які мають бути підпорядковані меті управління

короткостроковими процентними ставками міжбанківського ринку, а не – регулюванню грошової пропозиції;

– Правила вузького процентного коридору – поступово звужити офіційний процентний коридор, який формується за депозитними та кредитними ставками овернайт з +3/-10% (станом на 29.05.2015 р.) до $\pm 1,5\%$ від облікової ставки НБУ. Як засвідчує зарубіжний досвід, вузький коридор збільшує ефективність впливу центрального банку на формування короткострокових процентних ставок грошово-кредитного ринку;

– Правила прозорості та передбачуваності процентної політики:

➤ продовжувати оприлюднення на офіційному веб-сайті Національного банку лише 3 офіційних ставок: облікової ставки, ставок за депозитами та кредитами овернайт (за аналогією досвіду центральних банків Молдови, Вірменії, Польщі, Румунії, Туреччини, Сербії). Це дасть чіткі процентні орієнтири економічним агентам щодо максимальної та мінімальної ставок центрального банку та ставки за основною операцією з регулювання ліквідності;

➤ розроблення єдиного базового документа щодо інструментів і процедур монетарної політики і розміщення його на офіційному сайті Національного банку. Це дозволить мінімізувати кількість нормативних документів, збільшити зрозумілість операційних засад монетарної політики та механізму регулювання ліквідності;

➤ запровадження підходу «керівництва на перспективу» («forward guidance») – оприлюднення інформації щодо майбутньої динаміки процентних ставок Національного банку, а саме: облікової ставки та ставок за операціями постійного доступу, які формують процентний коридор, ставок овернайт на міжбанківському ринку з метою надання економічним агентам чітких орієнтирів грошово-кредитної політики;

– Правила незначної зміни основної процентної ставки – здійснювати коригування ставки Національного банку незначними кроками – 0,25-0,5%;

– Правила операційного орієнтира – визначити у законодавчо-нормативній базі ставку овернайт на міжбанківському ринку операційним орієнтиром грошово-кредитної політики та концентрувати зусилля на мінімізації її волатильності;

– Правила узгодженості основної операції центрального банку, яка проводиться за ключовою ставкою НБУ із позицією ліквідності банківської системи: визначити вид основної операції Національного банку з регулювання ліквідності, який відповідає поточній банківській ліквідності. В умовах профіциту ліквідності основними операціями Національного банку, за аналогією досвіду країн із профіцитом ліквідності банківського сектора (Угорщина, Філіппіни, Албанія, Сербія), мають бути депозитні операції, терміном на 7 або 14 днів, за якими необхідно проводити найбільший обсяг операцій. При цьому, ставка за такими операціями не повинна перевищувати облікову ставку НБУ. В умовах дефіциту банківської ліквідності – 7, 14-денні операції РЕПО, за аналогією досвіду країн із дефіцитом ліквідності банківського сектора (Вірменія, Польща, Румунія, Туреччина, Індонезія, ПАР), або тендери з підтримання ліквідності, терміном на 7 або 14 днів.

3. Підвищення незалежності Національного банку. Необхідно скасувати всі законодавчі норми, що знижують операційну та політичну незалежність Національного банку України (авансові платежі до державного бюджету (стаття 15 Закону України «Про Державний бюджет України на 2015 рік»), зміна порядку перерахування НБУ прибутку до розподілу із забезпеченням першочергового його спрямування на формування резервів Національного банку і лише після досягнення достатнього розміру резервів НБУ, – дозволити перерахування частини прибутку до розподілу до державного бюджету). З метою зміцнення інституційної незалежності, а також з метою оптимізації процедури прийняття монетарних рішень доцільно зменшити склад Правління НБУ з 11 до 6 осіб, а склад Ради НБУ – з 14 до 8 осіб.

4. Збільшення обсягу золотовалютних резервів з метою нарощення запасу ліквідності. Належний обсяг резервів є важливим чинником зниження негативних очікувань економічних суб'єктів на валютному ринку, а також – основою для проведення Національним банком стабілізаційних валютних операцій.

5. Удосконалення умов для розроблення Національним банком власних прогнозів інфляції, ліквідності банківської системи, макроекономічних показників, на яких базуватиметься процес прийняття монетарних рішень. Власний макроекономічний прогноз збільшить операційну незалежність НБУ, оскільки регулятор не муситиме пристосовуватися до прогнозів уряду. Оприлюднення, на офіційному сайті НБУ прогнозу банківської ліквідності (за досвідом центрального банку Грузії, Угорщини) сприятиме удосконаленню управління ліквідністю.

6. Для збільшення прозорості та передбачуваності валютної політики Національного банку необхідно визначити критерії виходу регулятора на валютний ринок (тип валютних інтервенцій, цілей застосування, механізм проведення) та систематизувати визначенні критерії в одному документі, який необхідно оприлюднити на офіційному сайті НБУ.

7. Підвищення ефективності процесу прийняття монетарних рішень. За аналогією кращого досвіду країн з інфляційним таргетуванням та в рамках структурної трансформації НБУ, яка розпочалася навесні 2014 року, створено спеціалізований орган – Комітет з монетарної політики з метою підвищення інституційної спроможності НБУ як регулятора.

Комітет із монетарної політики – консультативний орган, який створений з метою забезпечення обміну інформацією, розроблення пропозицій та рекомендацій з питань реалізації грошово-кредитної політики Правлінню та Раді НБУ. Наступним кроком повинно стати законодавче перетворення Комітету з монетарної політики у повноцінний орган прийняття монетарних рішень, зокрема, щодо: зміни параметрів за активними та пасивними інструментами грошово-кредитної політики; розроблення проектів стратегічних документів з монетарної політики; організації консультацій спільно з урядом щодо інфляційного таргету; проведення відповідних комунікацій із громадськістю щодо питань ГКП. Це дасть змогу посилити персональну відповідальність за прийняті монетарні рішення, підвищити ефективність монетарної політики Національного банку.

8. Удосконалення інформаційної політики Національного банку. Для збільшення довіри населення до грошово-кредитної політики та розуміння процесу

прийняття монетарних рішень необхідно продовжувати практику оприлюднення річного графіку засідань Комітету з монетарної політики та Правління НБУ, уточнень до них; щоквартальної публікації інфляційного звіту; проведення прес-конференцій; розміщення прес-релізів, аналітичних записок тощо. На нашу думку, потрібно започаткувати практику розміщення на офіційному сайті НБУ протоколів засідань Комітету з монетарної політики із зазначенням результатів голосування членів Комітету.

9. З метою збільшення довіри до грошово-кредитної політики у 2015 році на офіційному сайті НБУ створено розділ «Монетарна політика», який систематизує інформацію стосовно цілей, інструментів монетарної політики і містить наступні підрозділи:

1. Цілі та завдання монетарної політики.
2. Інструменти монетарної політики.
3. Комітет з монетарної політики.
4. Інфляційний звіт.
5. Публікації та прес-релізи.

За аналогією досвіду центральних банків (зокрема – центрального банку Грузії), які застосовують режим інфляційного таргетування вважаємо за необхідне доповнити розділ «Монетарна політика» наступними підрозділами:

➤ Відхилення від таргету. У цьому підрозділі було б доцільно описати фактори, які зумовлюють відхилення індексу споживчих цін від проголошеного таргету і, на які центральний банк нездатний впливати за допомогою монетарних інструментів.

Населенню потрібно пояснити, якщо ріст цін спричинений збільшенням сукупного попиту, центральному банку достатньо проводити жорсткішу монетарну політику для дотримання проголошеної інфляційної цілі. Якщо ріст цін зумовлений екзогенними шоками (зростання світових цін, низький врожай, технологічні зміни, стихійні лиха, тощо), то, на жаль, центральний банк тут безсилий і проведення жорсткої грошово-кредитної політики принесе більше негативних наслідків, ніж позитивних.

➤ Незалежність Національного банку України. У цьому підрозділі, вважаємо за доцільне вказати нормативно-правові акти, які гарантують інституційну, операційну економічну незалежність НБУ, що сприятиме закріпленню у свідомості населення незалежного статусу регулятора та збільшуватиме довіру до монетарної політики.

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

➤ Трансмісійний механізм монетарної політики. За аналогією досвіду центральних банків, що застосовують ІТ, на офіційному сайті НБУ необхідно розробити розділ з детальним описом та ілюстрацією каналів передачі змін у використанні інструментів грошово-кредитної політики Національного банку на макроекономічні змінні.

➤ Менеджмент ліквідності. У цьому розділі необхідно вказати, що основною метою управління ліквідністю є вплив на короткострокові процентні ставки грошово-кредитного ринку, регулюючи які Національний банк намагається досягти цінової стабільності. Окрім цього, важливим є оприлюднення на сайті НБУ прогнозу банківської ліквідності та опис операцій рефінансування, які застосовуються регулятором для регулювання ліквідності із зазначенням органу, який визначає основні параметри проведення активних та пасивних операцій.

➤ Стратегія грошово-кредитної політики. У цьому розділі, за аналогією досвіду центральних банків, які застосовують режим інфляційного таргетування, необхідно описати основні напрямки монетарної політики на найближчі 3 роки, розробити та оприлюднити низку стратегічних документів: «Стратегія грошово-кредитної політики» та «Стратегія комунікаційної політики» Національного банку України.

Дотримання вищезазначених заходів дозволить забезпечити населення необхідною інформацією щодо основних принципів, механізмів, інструментів реалізації грошово-кредитної політики в Україні, що є основою формування довіри

до центрального банку, національної валюти. При цьому, критерієм оцінки ефективності застосованих заходів є девальваційні/інфляційні очікування економічних суб'єктів, які, за умови високого рівня довіри до дій ЦБ, мають відповідати прогнозам монетарної політики.

9. Забезпечення координації грошово-кредитної та фіскальної політик, з метою досягнення таргету по інфляції та утримування її упродовж тривалого часу на низькому рівні. Погоджуємося з думкою вітчизняних науковців [58, с. 17; 117, с. 37], що головними напрямками координації мають бути: 1) таргетування або зниження рівня інфляції; 2) забезпечення адекватної боргової політики; 3) фінансування дефіциту державного бюджету, зокрема шляхом випуску державних цінних паперів і монетизації державного боргу; 4) стимулювання економічного зростання; 5) управління дефіцитом платіжного балансу.

Важливим є продовження політики, спільно з урядом України, щодо забезпечення макроекономічної, цінової стабільності та фінансової стійкості. Макроекономічна стабілізація не можлива без стабільної та сильної банківської системи. В даному напрямку вже у березні 2015 року створено Раду з фінансової стабільності, основним завданням якої є узгодження випереджальних та заходів швидкого реагування, за наявності ознак нестійкого фінансового стану банківської системи, а також обставин, які загрожують стабільності банківської та/або фінансової системи держави [90]. До складу Ради входять: Голова НБУ, Міністр фінансів України, Голова Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Голова Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг та ін.

Також важливим, на нашу думку, для забезпечення макроекономічної стабільності є прийняття та реалізація Національним банком Стратегії розвитку та реформування банківської системи до 2020 року, яка через реалізацію її основних напрямів (монетарна політика, банківський нагляд, фінансова стабільність та ін.) має забезпечити підвищення стійкості та конкурентоспроможності банківської системи, розроблення відповідної стратегії діяльності банків, в умовах

макроекономічної нестабільності, відновлення довіри до банківського сектора, національної валюти та зменшення фінансової доларизації в країні.

10. Розвиток фінансового ринку, а також інструментів хеджування, що сприятиме зменшенню залежності економіки та грошово-кредитної сфери від зовнішніх запозичень та створенню стабільних джерел довгострокових фінансових ресурсів. З метою розвитку інструментів хеджування, Національному банку необхідно рекомендувати банкам активно застосовувати у депозитних та кредитних операціях плаваючі ставки. Зазначена практика застосовувалась на початковому етапі переходу до режиму інфляційного таргетування у країнах, що розвиваються. Такий інструмент, вільний від інфляційних ризиків і дозволяє банкам скоротити процентні спреди, збільшити привабливість депозитних та кредитних операцій у гривні [98].

Для побудувати в Україні дієвого та ефективного фінансового ринку, розбудови його інфраструктуру та зміцнення стійкості до зовнішніх загроз, представниками Національного банку, Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку, Національної комісії, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг, громадських професійних об'єднань, розроблено та 15 травня 2015 року схвалено Національною радою реформ Комплексну програму розвитку фінансового сектора України до 2020 року. Однією із основних цілей програми є досягнення макроекономічної стабілізації, зокрема – таргетованої низької ($5\% \pm 1\%$ на рік) інфляції, відсутність дисбалансів зовнішнього сектора, відновлення економічного зростання, що забезпечать нормалізацію відсоткових ставок [34].

11. Проведення активної захисної політики щодо гривні, спрямованої на підвищення довіри та попиту на національну валюту. Сьогодні, економічно розвинуті країни та країни, що розвиваються, застосовують різноманітні заходи, спрямовані на обмеження сфери обігу іноземної валюти та підвищення престижу, довіри до національної валюти. Наприклад, 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 (США – закон «Про національну валюту», Туреччина – указ № 32 «Про захист вартості турецької валюти»).

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

Висновки до розділу 3

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

1. На основі проведеного аналізу виявлено, що рівень інфляції близький до 3% є оптимальним для України у довгостроковій перспективі. При цьому допускається певне тимчасове відхилення показників приросту індексу споживчих цін у річному вимірі від установлених цільових орієнтирів відповідно до змін економічної кон'юнктури, якщо вони не спричиняють загрози для цінової стабільності в середньостроковій перспективі.

За допомогою програмного забезпечення Eviews змодельовано залежність ІСЦ від таких факторів: курс гривні до долара США, рівень доларизації економіки, світовий рівень цін на нафту та обсяг валового зовнішнього боргу. Адекватність отриманої моделі оцінено за наступними критеріями: F-статистика Фішера; скоригований коефіцієнт детермінації (adjustedR^2); t-статистика Стьюдента.

Prob (F-statistic) вказує на адекватність моделі за будь-якого рівня надійності. AdjustedR^2 дорівнює 0,974, це засвідчує те, що ІСЦ, на 97,4%, пояснюється вищезазначеними факторами. Prob (t-statistic) усіх факторів за винятком одного (рівень цін на нафту з рівнем надійності 95%), менше, ніж 0,01, а отже, вони є значущими з рівнем надійності 99%.

Також, здійснено прогнозування індексу споживчих цін на 2015 – 2017 роки. Розроблений прогноз показує, що після стрімкого зростання ІСЦ у лютому-березні 2015 року, значення показника впродовж року встановиться на рівні 150-157. З 2016 року, значення ІСЦ почне зменшуватися упродовж наступних двох років, і встановиться на рівні 138-139 наприкінці 2017 року.

2. Закон України № 2478 VI «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо діяльності Національного банку України» від 09.07.2010 р. вніс суттєві зміни, спрямовані на посилення ролі Національного банку України, у забезпеченні цінової стабільності, а саме: головна мета НБУ набула конкретизації; заборонено НБУ надання кредитів державі; зміцнено політичну незалежність НБУ

через посилення вимог до членів Ради НБУ; відмінено авансове (щоквартальне) перерахування прибутку НБУ до держбюджету; оптимізовано розподіл повноважень між Радою і Правлінням Національного банку; розширено інформаційні зобов'язання НБУ перед населенням.

3. Обґрунтовано, що чинна законодавчо-нормативна база, яка регулює правове поле реалізації грошово-кредитної політики, залишається ще недосконалою через відсутність офіційно оприлюдненої стратегії грошово-кредитної політики, моделі монетарного трансмісійного механізму в Україні, затвердженої процедури прийняття рішень із питань грошово-кредитної політики, комунікаційної стратегії Національного банку, базових аналітичних методик за допомогою яких приймаються рішення щодо грошово-кредитної політики.

4. Виокремлено основні негативні чинники, які ускладнюють реалізацію монетарного режиму, що базується на цінній стабільності в Україні: загострення політичного протистояння в державі, військові операції на Сході України; високий рівень доларизації економіки України; низький рівень розвитку фінансового ринку; неефективна процентна політика Національного банку; катастрофічне зниження міжнародних валютних резервів.

5. Запропоновано низку заходів для підвищення ефективності монетарної політики: удосконалення процентної політики НБУ з метою забезпечення тісного координування відсоткових ставок за активними та пасивними операціями НБУ із обліковою ставкою; підвищення операційної та політичної незалежності Національного банку; збільшення обсягу та диверсифікація якісного складу міжнародних резервів; зміцнення спроможності НБУ щодо розроблення пронозів; збільшення прозорості ГКП; удосконалення комунікаційної політики Національного банку; покращення розділу «Монетарна політика» на офіційному сайті НБУ.

Отримані у третьому розділі дисертаційної роботи результати висвітлені у працях автора [6; 7; 101; 109; 110; 165].

ВИСНОВКИ

У дисертаційній роботі обґрунтовано науково-теоретичні, методичні та практичні рекомендації щодо підвищення ефективності механізму реалізації режиму інфляційного таргетування в Україні. За результатами дослідження сформульовано такі висновки і пропозиції теоретичного та практичного характеру.

1. На основі аналізу низки визначень економічної категорії «інфляційне таргетування» доповнено та запропоновано власне тлумачення поняття «інфляційне таргетування» як монетарної стратегії, що передбачає публічне оголошення центральним банком темпів інфляції, які повинні бути досягнуті упродовж певного періоду, в умовах підвищеної прозорості діяльності та підзвітності суспільству органів грошово-кредитного регулювання. Визначено сутність терміну «економічний механізм інфляційного таргетування», під яким розуміється система елементів, що створюють сприятливі умови для забезпечення ефективного функціонування режиму ІТ, і впливають на економічні та організаційні параметри системи управління грошовою сферою країни. Запропоновано аналіз економічного механізму інфляційного таргетування через призму його основних підсистем: функціонального забезпечення; підзвітності; інформаційного забезпечення; прогнозування та моделювання; правового забезпечення.

2. Обґрунтовано критерії формування максимально сприятливого середовища для успішного переходу до інфляційного таргетування в країні, а саме: незалежність центрального банку; прозорість діяльності та інформаційна відкритість НБУ; довіра до ЦБ; якісний прогноз інфляції, високий рівень кваліфікації аналітиків і надійна статистична база; розвинутий фінансовий ринок; вільне ціноутворення, низький рівень доларизації вітчизняної економіки; скоординованість інструментів монетарної та фіскальної політики.

3. На основі аналізу зарубіжного досвіду, встановлено, що операційні процедури ІТ реалізуються за допомогою активного і пасивного підходів. Пасивний включає такі монетарні інструменти: вузький коридор процентних ставок на міжбанківському ринку; проведення нерегулярних операцій на відкритому ринку;

використання обов'язкових резервів для регулювання ліквідності. Активний підхід передбачає: широкий коридор процентних ставок чи його відсутність; регулярні операції на відкритому ринку; мінімальне використання нормативів обов'язкового резервування.

4. Виділено два етапи впровадження інфляційного таргетування в Україні:

– підготовчий (2002 – 2010 рр.): створення відповідних передумов для запровадження ІТ, що завершується запровадженням інфляційного таргетування у липні 2010 р. шляхом підписання Президентом Закону України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України про діяльність Національного банку України»;

– етап адаптації режиму ІТ (2011 р. – до сьогодні), у межах якого виокремлено період позитивних результатів, отриманих від реалізації інфляційного таргетування (2011 – 2013 рр.), який засвідчив, що перший етап запровадження інфляційного таргетування розпочато, і, упродовж цього періоду, досягнуто мети цінової стабільності, та кризовий (2014 р. – дотепер), що характеризується: зростанням інфляції у 2014 р. – до 24,9%, а у березні 2015 р. ІСЦ становив 145,8% до березня 2014 р. та неспроможністю Національного банку за допомогою нового монетарного режиму забезпечити цінову стабільність в умовах макроекономічної розбалансованості.

5. Досліджено, що основними особливостями економічного механізму ІТ у розвинутих країнах є такі: ІСЦ – об'єкт таргетування всіх центральних банків; інфляційна ціль, переважно, є точковою; інфляційний таргет, зазвичай, визначається спільним рішенням ЦБ та уряду; відсутній фіксований цільовий горизонт; усі центральні банки публікують звіти про інфляцію. З'ясовано, що основними особливостями економічного механізму в країнах, що розвиваються, є: відсутність єдиного підходу щодо визначення інфляційного орієнтира; провідна роль уряду в оголошенні таргету; переважання такої форми цільового орієнтира, як точкова ціль, з можливим діапазоном значень інфляції; зазвичай, цільовий горизонт дорівнює одному року. Охарактеризовано економічний механізм інфляційного таргетування в Україні, виділено основні його особливості: інфляційний таргет встановлений у

формі точкової цілі з допустимими межами коливань (5%+/-1%); ІСЦ є об'єктом таргетування; інфляційна ціль визначається Національним банком; цільовий горизонт є середньостроковий (3-5 років); у 2014 р. створено консультативно-дорадчий орган – Комітет з монетарної політики; з 2015 р. публікується щоквартальний інфляційний звіт. Нині в Україні створено базові елементи економічного механізму інфляційного таргетування.

6. Розглянуто методику визначення оптимального рівня інфляції для України, який відповідатиме концепції цінової стабільності, і може бути середньостроковою ціллю монетарної політики НБУ при реалізації режиму інфляційного таргетування в умовах асиметрії загального рівня цін у вітчизняній економіці. На основі проведеного аналізу виявлено, що рівень інфляції, близький до 3%, є оптимальним для України у довгостроковій перспективі. Побудовано функціональну залежність ІСЦ від низки економічних показників: курс гривні до долара США, рівень доларизації економіки, обсяг валового зовнішнього боргу, світовий рівень цін на нафту, вплив яких, згідно кореляційного аналізу, виявився найбільшим, а також здійснено прогнозування ІСЦ на 2015 – 2017 рр.

7. Проаналізовано основні зміни в законодавчому регулюванні грошово-кредитної політики, запроваджені Законом України «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо діяльності Національного банку України» від 09.07.2010 р. Запропоновано напрями удосконалення законодавчої сфери для забезпечення повноцінного функціонування режиму ІТ, а саме: розроблення та офіційне оприлюднення стратегії грошово-кредитної політики, затвердженої процедури прийняття рішень з питань монетарної політики, комунікаційної стратегії Національного банку, базових аналітичних методик, за допомогою яких приймаються рішення щодо грошово-кредитної політики, принципів відбору та застосування монетарних інструментів; усунення неузгодженостей термінів обміну інформацією у розробленні основних прогнозних і програмних документів уряду та НБУ; покращення структури та змісту «Основних засад грошово-кредитної політики», створення правового онлайн-документа, який висвітлюватиме механізм використання інструментів монетарної політики.

8. Запропоновано напрями удосконалення інструментарію інфляційного таргетування в Україні, в частині:

– покращення процентної політики НБУ шляхом поступового звуження процентного коридору між кредитною та депозитною ставками овернайт НБУ до $\pm 1,5\%$ від облікової ставки; визначення депозитних операцій із 7- чи 14-денною строковістю та операцій прямого РЕПО чи тендерів з підтримки ліквідності із 7- чи 14-денною строковістю – основними операціями з регулювання ліквідності; дотримання правил процентної політики;

– підвищення незалежності Національного банку шляхом скасування законодавчих норм, що знижують операційну та політичну незалежність НБУ;

– удосконалення комунікаційної політики Національного банку шляхом продовження практики оприлюднення річного графіка засідань Комітету з монетарної політики, уточнень до нього; розміщення на офіційному сайті НБУ щоквартального інфляційного звіту, відео прес-конференцій, протоколів засідань з питань грошово-кредитного регулювання;

– доповнення розділу «Монетарна політика» на офіційному сайті Національного банку наступними підрозділами: «Відхилення від таргету», «Незалежність Національного банку», «Координація грошово-кредитної та фіскальної політики», «Трансмісійний механізм монетарної політики», «Менеджмент ліквідності», «Стратегія грошово-кредитної політики» з метою поглиблення розуміння населенням процесу грошово-кредитного регулювання.

Запропоновані рекомендації сприятимуть покращенню дієвості грошово-кредитного регулювання Національного банку. Їх реалізація у найближчій перспективі дасть змогу знизити інфляцію та стабілізувати інфляційні очікування, отримати всі можливі позитивні наслідки монетарного характеру від імплементації режиму інфляційного таргетування.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Адамик Б. Вибір цільової спрямованості монетарної політики в Україні / Б. Адамик // Світ фінансів. – 2004. – № 1. – С. 72–81.
2. Адамик Б. П. Проблема вибору проміжної цілі монетарної політики Національного банку України / Б. П. Адамик // Наука молода : зб. наук. пр. молод. вчених Терноп. акад. нар. госп-ва. – Тернопіль : Економічна думка, 2005. – Вип. 3. – С. 95–99.
3. Алімпієв Є. В. Інфляційне таргетування за умови асиметрії загального рівня цін [Електронний ресурс] / Є. В. Алімпієв. – Режим доступу : http://www.krok.edu.ua/download/alimpiev-evgenij-volodimirovich/6_alimpiev.pdf
4. Андрущак Є. М. Зарубіжний досвід запровадження режиму інфляційного таргетування / Є. М. Андрущак, В. С. Хар // Формування ринкової економіки в Україні : зб. наук. праць.– Львів : ЛНУ ім. І. Франка, 2011. – Вип. 23, Ч. 1. – С. 22–28.
5. Андрущак Є. М. Інституціональні аспекти функціонування каналу банківського кредитування / Є. М. Андрущак, В. С. Хар // Вісник Національного лісотехнічного університету України. – 2011. – Вип. 21.7. – С. 145–151.
6. Андрущак Є. М. Організаційно-економічні аспекти координації грошово-кредитної та фіскальної політики в Україні / Є. М. Андрущак, В. С. Хар // Економіка та управління : наук. журн. – 2010. – № 2. – С. 55–61.
7. Андрущак Є. М. Проблеми запровадження інфляційного таргетування в Україні / Є. М. Андрущак, В. С. Хар // Економіка і регіон : наук. вісн. Полтавського нац. техн. ун-ту ім. Ю. Кондратюка. – 2011. – № 1 (28). – С. 18–22.
8. Андрущак Є. М. Трансмісійний механізм грошово-кредитної політики в Україні / Є. М. Андрущак, В. С. Хар // Науковий вісник Національного лісотехнічного університету України. – 2011.– Вип. 21.06. – С. 106–113.
9. Аржевітін С. М. Монетарна політика в умовах фінансової кризи / С. М. Аржевітін // Фінанси, облік і аудит : зб. наук. пр. – К. : КНЕУ, 2009. – № 14. – С. 7–14.

10. Аржевітін С. М. Трансформація грошово-кредитних відносин в сучасній економіці України : [моногр.] / С. М. Аржевітін. – К. : Майстерня книги, 2009. – 383 с.
11. Банкам дали ще один шанс [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.chasipodii.net/article/15161/>.
12. Безнощенко М. В. Таргетування інфляції в європейських країнах : дис. ... канд. екон. наук / М. В. Безнощенко ; спец. 08.05.01 – Світове господарство та міжнародні економічні відносини ; Київський національний ун-т ім. Тараса Шевченка ; Інститут міжнародних відносин. – К., 2004. – 207 с.
13. Береславська О. Стабільність гривні: об'єктивна реальність чи вимушена необхідність? / О. Береславська // Вісник Національного банку України. – 2012. – № 3. – С. 6–11.
14. Бюджетний кодекс України від 08.07.2010 № 2456-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/2456-17>.
15. Бюлетень Національного банку України № 12/2008 (189) [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=54444>.
16. Валовий зовнішній борг України перевищить 100% ВВП [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://ukr.lb.ua/news/2014/10/10/282172_valovoy_vneshniy_dolg_ukraini.html.
17. Валютно-курсова політика України : [моногр.] / М. І. Крупка, М. І. Кульчицький, Н. В. Жмурко, Д. В. Ванькович. – Львів : ЛНУ імені Івана Франка, 2012. – 366 с.
18. Ватаманюк О. З. Україна, хроніки кризи (зима 2008–2009 років) / О. З. Ватаманюк // Формування ринкової економіки в Україні : зб. наук. пр. – Львів : ЛНУ ім. І. Франка, 2009. – Вип. 19. – С. 7–15.
19. Галич О. А. Внутрішній економічний механізм підприємства : [курс лекцій] / О. А. Галич. – Полтава, 2005. – 298 с.
20. Гребеник Н. Основні віхи у формуванні та проведенні грошово-кредитної політики в Україні. Стаття перша. Становлення монетарної політики в

незалежній Україні / Н. Гребеник // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 5. – С. 12–22.

21. Грещак М. Г. Внутрішній економічний механізм підприємства : [навч. посіб.] / М. Г. Грещак, О. М. Гребешкова, О. С. Коцюба ; за ред. М. Г. Грещака. – К. : КНЕУ, 2001. – 228 с.

22. Гриценко А. А. Середньострокова монетарна стратегія: зарубіжний досвід та основні засади формування в Україні : [наук. допов.] / А. А. Гриценко, Т. О. Кричевська. – К. : Інститут економіки та прогнозування НАН України, 2006. – 143 с.

23. Гриценко А. А. Інститут таргетування інфляції: зарубіжний досвід і перспективи запровадження в Україні : [наук. допов.] / А. А. Гриценко, Т. О. Кричевська, О. І. Петрик. – К. : Інститут економіки та прогнозування НАН України, 2008. – 272 с.

24. Грошово-кредитна система України в умовах ринкових перетворень в економіці : [моногр.] / О. В. Дзюблюк, Б. П. Адамик, Н. Д. Галапуп [та ін.] ; за ред. О. В. Дзюблюка. – Тернопіль : Карт-Бланш, 2007. – 308 с.

25. Дзюблюк О. В. Банківська система України: становлення і розвиток в умовах глобалізації економічних процесів : [моногр.] / О. В. Дзюблюк. – Т. : «Вектор», 2012. – 462 с.

26. Дзюблюк О. Грошово-кредитна політика в період кризових явищ на світових фінансових ринках / О. Дзюблюк // Вісник Національного банку України. – 2009. – № 5. – С. 20–30.

27. ЕК повысила прогнозные цены на нефть [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://wek.ru/ek-povysila-prognoznye-ceny-na-neft>.

28. Завадський Й. С. Управління сільськогосподарським виробництвом у системі АПК : [підруч.] / Й. С. Завадський. – К. : Вища школа, 1992. – 367 с.

29. Ильяс А. А. Денежно-кредитная политика : [учебн. пособ.] / А. А. Ильяс. – 2-е изд., стереотип. – Алматы : НИЦ КОУ, 2009. – 116 с.

30. Іванов В. Міжнародний досвід інфляційного таргетування: модель успіху для України / В. Іванов, В. Міщенко, О. Малютін // Актуальні проблеми економіки. – 2015. – № 4. – С. 414–425.
31. Ільницька Г. Я. Формування фінансово-економічного механізму управління підприємством / Г. Я. Ільницька // Науковий вісник Українського державного лісотехнічного університету : зб. наук.-техн. пр. – 2004. – Вип. 14.7. – С. 291–294.
32. Інфляційний звіт, березень 2015 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=16036607>.
33. Кодекс надлежащей практики по обеспечению прозрачности в денежно-кредитной и финансовой политике: декларация принципов [Електронний ресурс] / Международный валютный фонд. – Режим доступу : <https://www.imf.org/external/np/mae/mft/code/rus/code2r.pdf>.
34. Комплексна програма розвитку фінансового сектору України до 2020 року [Електронний ресурс]. – Режим доступу : http://search.ligazakon.ua/l_doc2.nsf/link1/NT1402.html.
35. Конституція України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/254%D0%BA/96-%D0%B2%D1%80>.
36. Консультації щодо зміцнення ролі НБУ у забезпеченні цінової стабільності [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=120113.
37. Корищенко К. Н. Концепция перехода к инфляционному таргетированию в России : дис. ... д-ра экон. наук / К. Н. Корищенко, спец. 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит. – М., 2007. – 378 с.
38. Костюк О. Проблеми монетарної комунікації у контексті перспектив реалізації інфляційного таргетування / О. Костюк // Вісник Національного банку України. – 2009. – №2. – С. 20–27.
39. Кричевська Т. О. Генезис та перспективи інституту таргетування інфляції в контексті забезпечення довіри до грошової одиниці / Т. О. Кричевська //

Стратегія розвитку України: соціологія, економіка, право. – 2008. – № 1/2. – С. 172–183.

40. Кузнецов О. Проміжні цілі грошово-кредитної політики / О. Кузнецов // Вісник Національного банку України. – 2001. – № 7. – С. 31–36.

41. Лобозинська С. Особливості реалізації процентної політики Національним банком України / С. Лобозинська // Вісник Національного університету «Львівська політехніка». – 2013. – № 769. – С. 380–386.

42. Макаренко М. І. Стратегія інфляційного таргетування в грошово-кредитній політиці держави : [моногр.] / М. І. Макаренко, І. І. Д'яконова, Ф. О. Журавка [та ін.] ; ДВНЗ «УАБС НБУ». – Суми, 2008. – 108 с.

43. Математична статистика : [навч.-метод. посіб.] / О. О. Аршава, А. І. Кононенко, А. П. Харченко, Л. І. Щелкунова. – Харків : ХДТУБА, 2010. – 86 с.

44. Меморандум между правительством Украины и МВФ [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.unian.net/rus/news/news-311813.html>.

45. Мірошніченко Г. О. Моделювання динамічної рівноваги економічної системи [Електронний ресурс] / Г. О. Мірошніченко. – Режим доступу : www.economy.nayka.com.ua/?op=1&z=619.

46. Міщенко В. Методологічні та методичні проблеми запровадження таргетування інфляції / В. Міщенко // Вісник Національного банку України. – 2006. – № 5. – С. 40–45.

47. Міщенко В. І. Особливості дії трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в умовах кризи : науково-аналітичні матеріали [Електронний ресурс] / В. І. Міщенко, А. В. Сомик, Р. С. Лисенко. – К. : Центр наукових досліджень НБУ. – 2010. – Вип. 16. – 96 с. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=70698>.

48. Міщенко В. Удосконалення дії каналів трансмісійного механізму грошово-кредитної політики в Україні в умовах переходу до таргетування інфляції / В. Міщенко, С. Міщенко // Актуальні проблеми економіки. – 2015. – № 1(163). – С. 421–428.

49. Міщенко В. Шляхи подолання фінансової економічної кризи в Україні / В. Міщенко // Вісник Національного банку України. – № 2. – 2009. – С. 3–7.
50. Моисеев С. Р. Инфляционное таргетирование: международный опыт и российские перспективы / С. Р. Моисеев // Вопросы экономики. – 2000. – № 9. – С. 88–105.
51. Моисеев С. Р. Модернизация денежно-кредитной политики Банка России для перехода к таргетированию инфляции / С. Р. Моисеев // Банковское дело. – 2010. – № 1. – С. 48–54.
52. Моисеев С. Р. Аналитика центральных банков: обзор эконометрических моделей [Электронный ресурс] / С. Р. Моисеев. – Режим доступа : http://www.mirkin.ru/_docs/articles03-003.pdf.
53. Монетарний огляд за 2009 рік [Електронний ресурс] / Департамент монетарної політики Національного банку України. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=60908>.
54. Монетарний огляд за III квартал 2010 рік [Електронний ресурс] / Генеральний департамент грошово-кредитної політики Національного банку України. – Режим доступу : <http://bank.gov.ua/doccatalog/document;jsessionid=5C077362F404F51D3E849F952D48E93A?id=69436>.
55. Монетарний огляд за 2010 рік [Електронний ресурс] / Департамент монетарної політики Національного банку України. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=76207>.
56. Монетарний огляд за 2012 рік [Електронний ресурс] / Генеральний департамент грошово-кредитної політики Національного банку України. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=503712>.
57. Монетарний огляд за 2013 рік [Електронний ресурс] / Генеральний департамент грошово-кредитної політики Національного банку України. – Режим доступу : <http://bank.gov.ua/doccatalog/document?id=2384654>.
58. Науменкова С. Основні напрями координації грошово-кредитної та бюджетно-податкової політики / С. Науменкова, С. Міщенко // Вісник Національного банку України. – 2012. – № 5. – С. 13–21.

59. Николайчук С. Определение целевых показателей инфляции для Украины / С. Николайчук // Банкаускі веснік. – 2009. – № 1. – С. 49–55.
60. Ослунд А. Пропозиції для України: 2010 рік – час для реформ [Електронний ресурс] / А. Ослунд, О. Пасхавер. – Режим доступу : http://c-e-d.info/img/pdf/PfU_UKR_for_site.pdf.
61. Основні засади грошово-кредитної політики на 2002 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=36092>.
62. Основні засади грошово-кредитної політики на 2012 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/v0007500-12>.
63. Основні засади грошово-кредитної політики на 2013 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=127394>.
64. Основні засади грошово-кредитної політики на 2014 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=7466694>.
65. Основні засади грошово-кредитної політики на 2015 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=10465306>.
66. Офіційний веб-сайт банку Англії [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/how.aspx>.
67. Офіційний веб-сайт Міністерства економічного розвитку і торгівлі України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.me.gov.ua/Documents/List?lang=uk-UA&tag=Konsensus-prognoz>.
68. Офіційний веб-сайт Міністерства фінансів України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.minfin.gov.ua.
69. Офіційний веб-сайт Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua>.
70. Офіційний веб-сайт ПФТС [Електронний ресурс]. – Режим доступу : www.pfts.com.ua.
71. Офіційний веб-сайт центрального банку Молдови [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bnm.org/en>.
72. Офіційний сайт Державної служби статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.ukrstat.gov.ua>.

73. Петрик О. Визначення оптимального рівня інфляції для України / О. Петрик, С. Ніколайчук // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 6. – С. 10–23.
74. Петрик О. Інфляційне таргетування після кризи: міжнародний досвід / О. Петрик, А. Даниленко // Вісник Національного банку України. – 2012. – № 10. – С. 15–19.
75. Петрик О. І. Інфляційне таргетування як механізм забезпечення цінової стабільності в Україні : дис. ... д-ра екон. наук / О. І. Петрик ; спец. 08.00.08 – Гроші, фінанси і кредит ; Інститут економіки та прогнозування НАН України. – К., 2008. – 492 с.
76. Петрик О. Інфляція в Україні та її прогнозування в Національному банку / О. Петрик // Вісник Національного банку України. – 2012. – № 5. – С. 8–12.
77. Петрик О. І. Оптимальний режим монетарної політики для України / О. І. Петрик, С. А. Ніколайчук // Банківська система України в умовах глобалізації фінансових ринків : зб. наук. пр. – Черкаси : Черкаський інститут банківської справи Університету банківської справи НБУ, 2007. – С. 54–57.
78. Петрик О. І. Основні аспекти центрального банку за режиму інфляційного таргетування / О. І. Петрик // Соціально-економічні проблеми сучасного періоду України. Фінансовий ринок України: глобалізація та євроінтеграція : зб. наук. пр. – Львів : НАНУ, Інститут регіональних досліджень, 2008. – Вип. 1 (69). – С. 188–199.
79. Петрик О. І. Шлях до цінової стабільності: світовий досвід та перспективи для України : [моногр.] / О. І. Петрик. – К. : НАНУ, Інститут економіки та прогнозування; Університет банківської справи НБУ, 2008. – 372 с.
80. Підхомний О. М. Вплив міжнародних потоків капіталу на фінансову політику країн з неусталеною економікою / О. М. Підхомний, В. А. Вишневський, В. С. Хар // Вісник Хмельницького національного університету. – 2011. – № 2, Т. 1. – С. 153–157.

81. Підхомний О. М. Роль центрального банку у забезпеченні фінансової стабільності / О. М. Підхомний, В. А. Вишневський, В. С. Хар // Вісник Хмельницького національного університету. – 2011. – № 3, Т. 3. – С. 127–130.

82. Поленчук В. М. Економічний механізм розвитку підприємств у історичному досвіді ринкових трансформацій / В. М. Поленчук, О. Б. Наумов // Економічні інновації : зб. наук. пр. – Одеса : Інститут проблем ринку та економіко-екологічних досліджень НАН України, 2011. – Вип. 45. – С. 189–196.

83. Попит на ОВДП виявився рекордним за всю історію України [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://newsru.ua/finance/17mar2010/ovgz.html>.

84. Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо діяльності Національного банку України Закон України від 9.07.2010 № 2478-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/cgi-bin/laws/main.cgi?nreg=2478-17>.

85. Про внесення змін до Положення про встановлення офіційного курсу гривні до іноземних валют та курсу банківських металів: Постанова Правління НБУ від 31.03.2014 № 180 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon.rada.gov.ua/go/z0375-14>.

86. Про Державний бюджет України на 2014 рік: Закон України від 16.01.2014 № 719-VII [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/719-18>.

87. Про Державний бюджет України на 2015 рік: Закон України від 28.12.2014 № 80-VIII [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/80-19>.

88. Про Кабінет Міністрів України: Закон України від 27.02.2014 № 794-VII [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon4.rada.gov.ua/laws/show/794-18>.

89. Про Національний банк України: Закон України від 20.05.1999 № 679-XIV [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/679-14>.

90. Про Раду з фінансової стабільності: Указ Президента України від 24.03.2015 № 170/2015 [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://zakon1.rada.gov.ua/laws/show/170/2015>.
91. Прогноз цен на нефть на 2015, 2016 и 2017 годы [Електронний ресурс] – Режим доступу : <http://arcon.ru/Prognoz-nefti-Brent/Prognoz-tsen-na-neft-na-2015-2016-i-2017-gody.html>.
92. Ричка М. А. Інтеграція національного валютного ринку до світової фінансової системи [Електронний ресурс] / М. А. Ричка. – Режим доступу : <http://jrn1.nau.edu.ua/index.php/SR/article/viewFile/4667/4785>.
93. Річний звіт за 2012 рік [Електронний ресурс] / Національний банк України. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=2150782>.
94. Річний звіт Національного банку України за 2008 рік [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=66437>.
95. Саєнко М. Г. Внутрішній економічний механізм підприємства : [курс лекцій] / М. Г. Саєнко. – Тернопіль : ТНЕУ, 2012. – 248 с.
96. Семенова Ю. Таргетування інфляції: світовий досвід та можливості застосування в Україні / Ю. Семенова // Формування ринкових відносин в Україні. – 2008. – № 1. – С. 10–14.
97. Сліпченко Т. О. Теоретичний аналіз монетарних режимів та критерії його вибору для України / Т. О. Сліпченко // Науковий вісник НЛТУ України : зб. наук.-техн. праць. – Львів : РВВ НЛТУ України, 2010.– Вип. 20.10. – С. 232–238.
98. Сомик А. В. Доларизація економіки України [Електронний ресурс] / А. В. Сомик. – Режим доступу : www.economy.nauka.com.ua/?op=1&z=3271.
99. Сомик А. В. Правила та тенденції реалізації сучасної процентної політики центральних банків [Електронний ресурс] / А. В. Сомик. – Режим доступу : <http://www.m.nauka.com.ua/?op=1&j=efektyvna-ekonomika&s=ua&z=3415>.
100. Стельмах В.С. Монетарна політика НБУ: сучасний стан та перспективи змін : [моногр.] / В. С. Стельмах. – К. : Центр наукових досліджень НБУ, 2009. – 404 с.

101. Хар В. С. Необхідність координації монетарної та фіскальної політики / В. С. Хар // Альянс наук: вчений – вченому : матеріали VI Міжнар. наук.-практ. конф. – Дніпропетровськ, 2011. – Т. 8. – С. 39–41.

102. Хар В. С. Грошово-кредитна політика в умовах глобалізації / В. С. Хар // Перший крок у науку : матеріали VI Всеукр. наук.-практ. конф. – Луганськ, 2011. – Т. 3. – С. 126–130.

103. Хар В. С. Економічний механізм інфляційного таргетування у країнах, що розвиваються / В. С. Хар // Потенціал стійкого розвитку та фінансова безпека соціально-економічних систем : матеріали I Всеукр. наук.-практ. конф. – Сімферополь, Гурзуф, 2013. – С. 135–139.

104. Хар В. С. Економічний механізм інфляційного таргетування: адаптація зарубіжного досіду до умов вітчизняної економіки / В. С. Хар // Вісник Хмельницького національного університету. – 2013. – № 3, Т. 1. – С. 280–285.

105. Хар В. С. Зарубіжний досвід застосування норм обов'язкового резервування для комерційних банків / В. С. Хар // Формування ринкової економіки в Україні. – 2012. – Вип. 26, Ч. 2. – С. 276–284.

106. Хар В. С. Зарубіжний досвід проведення операцій на відкритому ринку та його адаптація до умов вітчизняної економіки / В. С. Хар // Вісник Хмельницького національного університету. – 2012. – № 3, Т. 1. – С. 157–161.

107. Хар В. С. Інфляційне таргетування та умови його ефективного функціонування в Україні / В. С. Хар // Актуальні проблеми розвитку національної економіки України : Міжнар. студ.-аспір. наук. конф. – Львів, 2011. – С. 525–526.

108. Хар В. С. Канали трансмісійного механізму / В. С. Хар // Актуальні проблеми сучасної науки : матеріали 7-ої Всеукр. наук.-практ. інтернет-конф. – Київ, 2010. – С. 71–73.

109. Хар В. С. Координація грошово-кредитної та фіскальної політики / В. С. Хар // Актуальні проблеми економічного та соціального розвитку виробничої сфери : матеріали VI Міжнар. наук.-теор. конф. молод. вчен. і студ. – Донецьк, 2009. – С. 257–258.

110. Хар В. С. Напрями вдосконалення законодавчої бази грошово-кредитного регулювання / В. С. Хар // Простір і час сучасної науки : матеріали 7-ої Міжнар. наук.-практ. інтернет-конф. – Київ, 2011. – С. 62–64.

111. Хар В. С. Незалежність центрального банку та її вплив на монетарне регулювання / В. С. Хар // Сучасний соціокультурний простір – 2010 : матеріали 7-ої Всеукр. наук.-практ. інтернет-конф. – Київ, 2010. – С. 78–80.

112. Хар В. С. Операційний механізм грошово-кредитної політики в умовах інфляційного таргетування / В. С. Хар // Розвиток економіки України в умовах активізації євроінтеграційних процесів : матеріали Міжнар. наук. студ.-аспір. конф. – Львів, 2012. – С. 345–346.

113. Хар В. С. Особливості трансмісійного механізму монетарної політики країн з перехідною економікою / В. С. Хар // Розвиток України в ХХІ столітті: економічні, соціальні, екологічні, гуманітарні та правові проблеми : зб. тез допов. VIII Міжнар. наук.-практ. інтернет-конф. – Тернопіль, 2010. – С. 277–279.

114. Хар В. С. Проблеми функціонування процентного каналу трансмісійного механізму в Україні / В. С. Хар // Економіка та право: реалії сучасності та перспективи майбутнього : матеріали Міжнар. наук.-практ. конф. – Київ, 2011. – С. 125–127.

115. Хар В. С. Роль банків у трансмісійному механізмі грошово-кредитної політики / В. С. Хар // Важелі і механізми формування сталого розвитку економіки в умовах світової глобалізації : матеріали Міжнар. наук.-практ. інтернет-конф. – Тернопіль, 2010. – Ч. 2. – С. 266–268.

116. Хар В. С. Теоретична модель інфляційного таргетування / В. С. Хар // Фінансова політика в контексті глобальних перетворень суспільного розвитку : зб. матер. Міжнар. наук.-практ. конф. – Ірпінь, 2011. – С. 396–398.

117. Циганов С. Фіскальна і монетарна політика – складові забезпечення макрофінансової стабільності національної економіки / С. Циганов, Т. Табакова // Вісник Національного банку України. – 2014. – № 5. – С. 34–38.

118. Циглик І. І. Внутрішній економічний механізм підприємства : [навч. посіб.] / І. І. Циглик. – Івано-Франківськ : ІМЕ, 2000. – 104 с.

119. Щербакова О. Монетарна політика та її цільові орієнтири у 2012 році / О. Щербакова // Вісник Національного банку України. – 2013. – № 6. – С. 3–6.

120. Щербакова О. Підсумки реалізації грошово-кредитної політики у 2013 році / О. Щербакова // Вісник Національного банку України. – 2014. – № 3. – С. 6–9.

121. Янукович допустив безпрецедентний прокол, змовчавши про погрози дефляції [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://dt.ua/ECONOMICS/yanukovich-dopustiv-bezprecedentniy-prokol-zmovchavshi-pro-pogrozi-deflyaciyi-ekspert.html>.

122. Bade R. Central bank laws and monetary policy [Електронний ресурс] / R. Bade, B. Parkin // Department of Economics, University of Western Ontario. – 1988. – Режим доступу : http://economics.uwo.ca/people/parkin_docs/CentralBankLaws.pdf.

123. Batini N. Under what conditions can inflation targeting be adopted? The experience of emerging markets [Електронний ресурс] / N. Batini, D. Laxton // Central Bank of Chile Working Papers. – 2006. – № 406. – Режим доступу : http://www.researchgate.net/publication/4813510_Under_What_Conditions_Can_Inflation_Targeting_Be_Adopted_The_Experience_of_Emerging_Markets.

124. Bernanke B. S. Inflation targeting: a new framework for monetary policy? [Електронний ресурс] / B. S. Bernanke, F. S. Mishkin // Journal of Economic Perspectives. – 1997. – 11(2). – Режим доступу : <http://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.11.2.97>.

125. Bofinger P. Monetary policy: goals, institutions, strategies, and instruments [Електронний ресурс] / P. Bofinger, J. Reischle, A. Schächter. – Oxford University Press. – 2001. – Режим доступу : https://books.google.com.ua/books?id=RprXHOsPzQUC&pg=PR4&lpg=PR4&dq=Bofinger+P.+Monetary+policy:+goals,+institutions,+strategies,+and+instruments&source=bl&ots=nWL6BMe01o&sig=3F7_mYevJjpwlpiiBTfRGyu98Ag&hl=uk&sa=X&ved=0CFYQ6AEwB2oVChMI483r3ZadyAIVYr5yCh2FVw69#v=onepage&q=Bofinger%20P.%20Monetary%20policy%3A%20goals%2C%20institutions%2C%20strategies%2C%20and%20instruments&f=false.

126. Calvo G. A. The mirage of fixed exchange rates regimes for emerging market countries [Электронный ресурс] / G. A. Calvo, F. S. Mishkin. – NBER Working Paper № 9808 / National Bureau of Economic Research. – 2003. – Режим доступа : <http://www.nber.org/papers/w9808.pdf>.

127. Carranza L. Exchange rate and inflation dynamics in dollarized economies [Электронный ресурс] / L. Carranza, J. E. G. Sánchez, J. G. Biscarri. – Working Paper № 10/04. – 2008. — Режим доступа : <http://www.unav.edu/documents/29147/427943/wp1004.pdf>.

128. Cukierman A. Central bank independence and monetary policy making institutions – Past, Present and Future [Электронный ресурс]. – Central Bank of Chile Working Paper № 360. – 2006. – Режим доступа : https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Bundesbank/Research_Centre/Conferences/2007/2007_11_08_eltville_03_cukiermann_paper.pdf?__blob=publicationFile.

129. Cukierman A. A. Theory of ambiguity, credibility and inflation under discretion and asymmetric information [Электронный ресурс] / A. A. Cukierman, A. H. Meltzer. – 1986. – Vol. 55. – Режим доступа : <http://repository.cmu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1841&context=tepper>.

130. Debelle G. How independence should a central bank be? [Электронный ресурс] / G. Debelle, S. Fisher. – Federal Reserve Bank of Boston Conference Series. – 1994. – № 38. – Режим доступа : <http://www.bostonfed.org/economic/conf/conf38/conf38f.pdf>.

131. Dincer N. N. Central Bank Transparency: Where, why, and with what effects? [Электронный ресурс] / N. N. Dincer, B. Eichengreen. – NBER Working Paper. – 2007. – № 13003. – Режим доступа : <http://www.nber.org/papers/w13003>.

132. Does inflation targeting work in emerging markets? [Электронный ресурс] // IMF. World Economic Outlook. – September 2005. – Режим доступа : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2005/02/pdf/chapter4.pdf>.

133. Eichengreen B. Can emerging markets float? Should they inflation target? [Электронный ресурс] / B. Eichengreen. – University of California. – 2000. – Режим доступа : <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps36.pdf>.

134. Epstein G. Inflation targeting, employment creation and economic development: Assessing the impacts and policy alternatives [Электронный ресурс] / G. Epstein, E. Yeldan. – 2007. – Режим доступа : http://www.networkideas.org/feathm/oct2007/pdf/Gerald_Erinc.pdf.

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

136. Fischer S. High-level seminar: implementing inflation targets [Электронный ресурс] / S. Fischer // International Monetary Fund. – IMF Institute's high-level seminar on implementing inflation targets. – 2000. – Режим доступа : www.imf.org/external/np/speeches/2000/032000.htm.

137. Fischer S. The role of macroeconomic factors in growth [Электронный ресурс] / S. Fischer. – NBER Working Paper. – № 4565. – December 1993. – Режим доступа : <http://www.nber.org/papers/w4565.pdf>.

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

139. Friedman B. M. A price target for US monetary policy? Lessons from the experience with money growth targets [Электронный ресурс] / B. M. Friedman, K. N. Kuttner. – Brookings Papers on Economic Activity. – 1996. – Режим доступа : http://www.brookings.edu/~media/Files/Programs/ES/BPEA/1996_1_bpea_papers/1996a_bpea_friedman_kuttner_gertler_tobin.pdf.

140. Friedman M. The role of monetary policy [Электронный ресурс] / M. Friedman // American Economic Review. – 1968. – Vol. LVIII. – № 1. – Режим доступа : <https://www.aeaweb.org/aer/top20/58.1.1-17.pdf>.

141. Greenspan A. Opening remarks in achieving prices / A. Greenspan [Электронный ресурс] // Stability, a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank

of Kansas City. – 1996. – Режим доступа : <http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/1996/pdf/s96green.pdf>.

142. Haldane A. G. Some issues in inflation targeting [Электронный ресурс] / A. G. Haldane. – Bank of England, 1997. – Режим доступа : <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/workingpapers/1998/wp74.pdf>.

143. Hammond G. State of the art of inflation targeting [Электронный ресурс] / G. Hammond. – Centre for Central Banking Studies, Bank of England. – 2012. – Режим доступа : <http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb29.pdf>.

144. Hawkins J. Globalisation and monetary operations in emerging economies [Электронный ресурс] / J. Hawkins. – BIS Papers. – 2005. – № 23. – Режим доступа : <http://www.bis.org/publ/bppdf/bisrap23c.pdf>.

145. Huxford J. Implementing monetary policy in New Zealand [Электронный ресурс] / J. Huxford, M. Reddell // Reserve Bank Bulletin. – 1996. – Vol. 59. – № 4. – Режим доступа : http://www.rbnz.govt.nz/research_and_publications/reserve_bank_bulletin/1996/1996dec59_4HuxfordReddell.pdf.

146. Inflation targeting and the IMF [Электронный ресурс] // IMF. Monetary and Financial Systems Department, Policy and Development Review Department, and Research Department. – 2006. – Режим доступа : <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/031606.pdf>.

147. Inflation targeting: lessons from the international experience [Электронный ресурс] / B. S. Bernanke, T. Laubach, A. S. Posen, F. S. Mishkin. – NJ : Princeton University Press. – 2001. – Режим доступа : http://press.princeton.edu/chapters/s02_6380.pdf.

148. Kamara A. Liquidity, taxes, and short-term treasury yields [Электронный ресурс] / A. Kamara // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 1994. – Vol. 29, № 3. – Режим доступа : http://www.jstor.org/stable/2331337?seq=1#page_scan_tab_contents.

149. Khar V. S. Economic mechanism of inflation targeting in developed countries / V. S. Khar // Актуальные проблемы экономики и менеджмента. – Т. 1. Финансы, денежное обращение кредит. Региональная экономика, Мировая экономика и финансы : материалы II Междунар. науч.-практ. конф. студ., аспирант. и молод. уч. [г. Майкоп, Россия : Майкопский государственный технологический университет], 2014. – С. 318–321.

150. Kiss G. The Optimal rate of inflation in Hungary [Электронный ресурс] / G. Kiss, J. Kreko. – MNB Background Studies. – 2004. – № 1. – Режим доступа : <https://www.mnb.hu/letoltes/ht2004-1-en.pdf>.

151. Kumhof M. Inflation targeting under imperfect credibility [Электронный ресурс] / M. Kumhof. – Stanford University Working Paper. – 2000. – Режим доступа : <http://www.lacea.org/meeting2000/MichaelKumhof.pdf>.

152. Masson P. R. Gaining and losing ERM credibility: the case of the United Kingdom [Электронный ресурс] / P. R. Masson // Economic Journal. – 1995. – Vol. 105. – Режим доступа : http://www.jstor.org/stable/2235018?seq=1#page_scan_tab_contents.

153. Meyer L. H. Inflation targets and inflation targeting [Электронный ресурс] / L. H. Meyer // Federal Reserve Board. Remarks by Governor. – University of California at San Diego Economics Roundtable. – 2001. – Режим доступа : <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2001/20010717/default.htm>.

154. Mishkin F. S. Inflation targeting in emerging market [Электронный ресурс] / F. S. Mishkin. – Working Paper № 7618 / National Bureau of Economic Research. – 2000. – Режим доступа : <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/fmishkin/PDFpapers/w7618.pdf>.

155. Pétursson T. G. Inflation targeting and its effects. on macroeconomic performance [Электронный ресурс] / T.G. Pétursson // SUERF – The European Money and Finance Forum. – Vienna, 2005. – Режим доступа : http://www.suerf.org/docx/s_afdec7005cc9f14302cd0474fd0f3c96_1031_suerf.pdf.

156. Political and monetary institutions and public financial policies in industrial countries [Электронный ресурс] / V. Grilli, D. Masciandaro, G. Tabellini, E. Malinvaud

[та ін.] // *Economic Policy: A European Forum*. – 1991. – № 10. – Режим доступу : <http://www.people.fas.harvard.edu/~iversen/PDFfiles/Grillietal1991.pdf>.

157. Roger S. On target: The international experience with achieving inflation targets [Електронний ресурс] / S. Roger, M. Stone. – IMF Working Paper 05/163. – 2005. – Режим доступу : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2005/wp05163.pdf>.

158. Sporadic manipulation in money markets with central bank standing facilities [Електронний ресурс] / C. Ewerhart, N. Cassola, S. Ejerskov, N. Valla. – ECB Working Paper Series. – 2004. – № 399. – Режим доступу : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp399.pdf>.

159. Svensson L. E. O. Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets [Електронний ресурс] / L. E. O. Svensson. – Institute for International Economic Studies, Stockholm University ; CEPR and NBER. – 1996. – Режим доступу : <http://larseosvensson.se/files/papers/intermt.pdf>.

160. Svensson L. E. O. Inflation targeting: should it be modeled as in instrument rule of targeting rule? [Електронний ресурс] / L. E. O. Svensson. – Working Paper № 8925 / National Bureau of Economic Research. – 2002. – Режим доступу : <http://www.nber.org/papers/w8925.pdf>.

161. Transition strategies and nominal anchors on the road to greater exchange-rate flexibility [Електронний ресурс] / B. Eichengreen, P. Masson, M. Savastano, S. Sharma // *Essays in International Finance*. – 1999. – Vol. 213. – Режим доступу : http://www.princeton.edu/~ies/IES_Essays/E213.pdf.

162. Whitesell W. Monetary policy implementation without averaging or rate corridors [Електронний ресурс] / W. Whitesell. – Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion. – 2006. – Series № 22. – Режим доступу : <http://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2006/200622/200622pap.pdf>.

163. Vonnák B. The Hungarian monetary transmission mechanism: an assessment [Електронний ресурс] / B. Vonnák. – MNB Working Papers. – 2007. – № 3. – Режим доступу : <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap351.pdf>.

164. Vyshnevskaya V. S. Economic mechanism of inflation targeting in developing countries / V. S. Vyshnevskaya // The Advanced Science Journal. – 2014. – № 11. – P. 77–82.

165. Vyshnevskaya V. S. Implementation features of central banks interest rate policy / V. S. Vyshnevskaya // The Advanced Science Journal. – 2015. – № 3. – P. 87–90.

166. Wagner H. Central Banking in Transition Countries [Электронный ресурс] / H. Wagner. – IMF Working Paper. – 1998. – № 126. – Режим доступа : <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp98126.pdf>.

ДОДАТКИ

Додаток А

Таблиця А.1

Підсистема функціонального забезпечення

Країна	Орган, який встановлює інфляційну ціль	Цільовий вимірник	Тип цільового показника (на 2015 р.)	Цільовий горизонт	Ключовий інструмент монетарної політики	Орган, який приймає рішення щодо монетарної політики, періодичність засідань
1. Нова Зеландія	ЦБ і уряд	ІСЦ	ТЦ+ДМК ¹⁵ (2% +/-1%)	Середньостроковий	Ставка овернайт	Голова ЦБ, 8 разів на рік. Голова ЦБ приймає рішення одноосібно. Діє консультативна група з процентної політики. Голова і члени Ради ЦБ призначаються міністром фінансів. Голова призначається на 5 років.
2. Канада	ЦБ і уряд	ІСЦ	ТЦ + ДМК (2% +/-1%)	6-8 кварталів; поточний таргет встановлений до грудня 2016	Ставка овернайт	Рада ЦБ, 8 разів на рік. Рада ЦБ складається з 6-ти осіб: голова Ради, його перший заступник, 4 заступники. Голова та його перший заступник призначаються Радою ЦБ (за узгодженням з урядом) терміном на 7 років.

¹⁵ ТЦ+ДМК – точкова ціль з допустимими межами коливань.

Продовження табл. А.1

3.Великобританія	уряд	ІСЦ	ТЦ ¹⁶ (2%)	2 роки	Однотижнева ставка РЕПО	Комітет грошово-кредитної політики, щомісяця. КГКП складається з 9-ти членів: голова Комітету, 2 заступники, головний економіст ЦБ, директор з фінансових ринків, 4 зовнішні спеціалісти. Голова, його заступники призначаються королевою за рекомендацією уряду на 5 років. Головний економіст, директор з фінансових ринків призначаються головою ЦБ за погодженням з канцлером казначейства (міністром фінансів). Зовнішні фахівці призначаються канцлером казначейства на 3 роки.
4. Швеція	ЦБ	ІСЦ	ТЦ (2%)	2 роки	Однотижнева ставка РЕПО	Рада ЦБ, 6 разів на рік. Рада ЦБ складається з 6-ти осіб: голова Ради, 5 його заступників, усі призначаються парламентом на 6 років.

¹⁶ ТЦ – точкова ціль.

Продовження табл. А.1

5. Австралія	ЦБ і уряд	ІСЦ	Д ¹⁷ (2%-3%)	Середньостроковий	Ставка овернайт	Рада ЦБ, 11 разів на рік (крім січня). Рада складається з 9-ти осіб: голова Ради, його заступник, секретар казначейства, 6 зовнішніх спеціалістів, що призначаються казначейством на термін до 5-ти років і можуть обиратися повторно. Голова та його заступник призначаються на термін до 7-ми років і можуть призначатися повторно.
6. Чехія	ЦБ (після погодження з урядом)	ІСЦ	ТЦ+ ДМК (2% +/-1%)	Середньостроковий 12-18 місяців	Двотижнева ставка РЕПО	Рада ЦБ, 8 разів на рік. Рада ЦБ складається з 7-ми осіб: голова Ради, 2 його заступники, 4 внутрішні спеціалісти ЦБ. Усі призначаються президентом на 6 років.

¹⁷ Д – діапазон.

Продовження табл. А.1

7. Ізраїль	ЦБ і уряд	ІСЦ	Д (1%-3%)	2 роки	Ставка овернайт	Комітет грошово-кредитної політики, щомісяця (згідно закону – 8 разів на рік). КГКП складається з 6-ти членів: голова Комітету, його заступник, 1 фахівець ЦБ, 3 зовнішні спеціалісти. Голова, його заступник призначаються президентом на 5 років.
8. Польща	ЦБ	ІСЦ	ТЦ+ ДМК (2,5% +/-1%)	Середньостроковий	Однотижнева ставка РЕПО	Рада ЦБ, щомісяця. Рада ЦБ складається з 10-ти членів: голова ЦБ, 9 зовнішніх фахівців, які призначаються на 6 років (без права повторного призначення). Голова ЦБ призначається парламентом за рекомендаціями президента на 6 років і може повторно призначатися на ще один термін. 3 зовнішні фахівці призначаються верхньою палатою парламенту, 3 – нижньою палатою парламенту, 3 – президентом.

Продовження табл. А.1

9. Бразилія	ЦБ і Уряд	ІСЦ	ТЦ+ ДМК (4,5% +/-2%)	1 рік	Ставка за урядовими цінними паперами	Комітет грошово-кредитної політики, 8 разів на рік. КГКП складається з 8-ми членів: голова Комітету, 7 заступників. Голова та його заступники призначаються президентом і затверджуються сенатом. Фіксований термін, на який призначаються голова ЦБ і його заступники відсутній.
10. Чилі	ЦБ (після погодження з урядом)	ІСЦ	ТЦ+ ДМК (3% +/-1%)	2 роки	Ставка овернайт	Рада ЦБ, щомісяця. Рада ЦБ складається з 5-ти осіб: голова Ради, його заступник, 3 внутрішні фахівці ЦБ. Голова призначається президентом на 5 років.
11. Колумбія	ЦБ	ІСЦ	ТЦ+ ДМК (3% +/-1%)	Середньостроковий	Одноразова ставка РЕПО	Рада ЦБ, щомісяця. Рада ЦБ складається з 7-ми осіб: голова Ради, міністр фінансів, 5 внутрішніх фахівців ЦБ. Голова і внутрішні фахівці призначаються на 4 роки.

Продовження табл. А.1

12. ПАР	Уряд	ІСЦ	Д (3%-6%)	Невизначений горизонт	Ставка РЕПО	Комітет грошово-кредитної політики, 6 разів на рік. КГКП складається з 8-ми членів: голова Комітету, 3 його заступники, 4 внутрішні фахівці ЦБ. Президент ПАР призначає голову, його заступників на 5 років.
13. Таїланд	ЦБ і уряд	ІСЦ	ТЦ+ ДМК (2,5% +/-1,5%)	8 кварталів	Одноденна ставка РЕПО	Комітет грошово-кредитної політики, 8 разів на рік. КГКП складається з 7-ми членів: голова Комітету, 2 його заступники, 4 зовнішні фахівці. Голова, його заступники призначаються на 5 років, зовнішні фахівці – на 3 роки.
14. Південна Корея	ЦБ (після погодження з урядом)	ІСЦ	Д (2,5%-3,5%)	3 роки	Однотижнева ставка РЕПО	Комітет грошово-кредитної політики, щомісяця. КГКП складається з 7-ми членів: голова Комітету, його заступник, 5 зовнішніх фахівців. Голова призначається президентом на 4 роки, його заступник призначається президентом на 3 роки.

Продовження табл. А.1

15. Мексика	ЦБ	ІСЦ	ТЦ+ ДМК (3% +/-1%)	Середньостроковий	Ставка овернайт	Рада ЦБ, 8 разів на рік. Рада ЦБ складається з 5-ти осіб: голова Ради, 4 його заступники. Голова призначається президентом на 6 років, його заступники – на 8 років.
16. Ісландія	ЦБ і уряд	ІСЦ	ТЦ (2,5%)	Невизначений горизонт	Ставка за 7-денними депозитами	Комітет грошово-кредитної політики, 8 разів на рік. КГКП складається з 5-ти членів: голова Комітету, його заступник, головний економіст ЦБ, 2 зовнішні фахівці. Усі призначаються на 5 років.
17. Норвегія	Уряд	ІСЦ	ТЦ (2,5%)	Середньостроковий	Депозитна ставка в Національному банку Норвегії	Рада ЦБ, 6 разів на рік. Рада ЦБ складається з 7-ми осіб: голова Ради, його заступник, 5 зовнішніх фахівців. Усі призначаються королем. Голова, його заступник обираються на 6 років, зовнішні фахівці – на 4 роки.
18. Угорщина	ЦБ	ІСЦ	ТЦ (3%)	Середньостроковий	Ставка за двотижневими облігаціями ЦБ	Рада ЦБ, щомісяця. Рада ЦБ складається не менше з 5-ти і не більше з 9-ти осіб. До складу Ради входять зовнішні фахівці та представник уряду без права голосу.

Продовження табл. А.1

19. Перу	ЦБ	ІСЦ	ТЦ+ ДМК (2% +/-1%)	Невизначений горизонт	Ставка РЕПО	Рада ЦБ, щомісяця. Рада ЦБ складається з 7-ми осіб. Уряд призначає 4-ох членів, у тому числі голову Ради. Конгрес ратифікує призначення голови і призначає ще 3-ох членів.
20.Філіпіни	ЦБ і уряд	ІСЦ	ТЦ+ ДМК (3% +/-1%)	Середньостроковий	Одноразова ставка РЕПО	Рада ЦБ, 8 разів на рік. Рада ЦБ складається з 7-ми осіб, які призначаються президентом на 6 років. До складу Ради входить представник уряду з правом голосу.
21. Гватемала	ЦБ	ІСЦ	ТЦ+ ДМК (4% +/-1%)	1 рік	Ставка РЕПО	Рада ЦБ, щотижня. Рішення щодо процентних ставок приймаються 8 разів на рік. Рада ЦБ складається з 8-ми осіб, 7 із яких є зовнішніми фахівцями. Голова Ради призначається президентом на 3 роки. До складу Ради входить представник уряду з правом голосу.
22. Індонезія	ЦБ і уряд	ІСЦ	ТЦ+ ДМК (4% +/-1%)	Середньостроковий	Ставка овернайт	Рада ЦБ, щомісяця. Рада ЦБ складається з 7-ми осіб: голова Ради, 6 його заступників. Усі призначаються президентом на 5 років.

Продовження табл. А.1

23. Румунія	ЦБ і уряд	ІСЦ	ТЦ+ ДМК (2,5% +/-1%)	Середньостроковий	Однотижнева ставка РЕПО	Рада ЦБ, 8 разів на рік. Рада ЦБ складається з 9-ти осіб: голова Ради, 3 його заступники, 5 зовнішніх фахівців. До складу Ради входить представник уряду без права голосу. Усі призначаються парламентом на 5 років.
24. Туреччина	ЦБ і уряд	ІСЦ	ТЦ (5%)	3 роки	Однотижнева ставка РЕПО	Комітет грошово-кредитної політики, щомісяця. КГКП складається з 7-ми членів: голова Комітету, 4 його заступники, які призначаються на 4 роки, 1 внутрішній фахівець з числа Ради ЦБ, 1 – зовнішній фахівець – представник уряду без права голосу.
25. Сербія	ЦБ і уряд	ІСЦ	ТЦ+ ДМК (4% +/-1,5%)	Середньостроковий	Двотижнева ставка РЕПО	Рада ЦБ, щомісяця. Рада ЦБ складається з 5-ти осіб: голова Ради, 4 його заступники. Голова призначається національними зборами за пропозицією президента. Усі призначаються на 6 років.

Продовження табл. А.1

26. Гана	ЦБ і уряд	ІСЦ	ТЦ+ ДМК (8% +/-2%)	18-24 місяці	Облікова ставка	Комітет грошово-кредитної політики, 6 разів на рік. Відповідно до законодавства КГКП висуває пропозиції, а Рада несе офіційну відповідальність за прийняття рішень у сфері грошово-кредитної політики. На практиці рішення, прийняті КГКП, ще ніколи не відмінялися Радою ЦБ. Рада складається з 12-ти осіб: голова Ради, 2 його заступники, 9 директорів, один з яких є представником міністерства фінансів та економічного планування. КГКП складається з 7-ми членів: голова Комітету, 2 заступники, 2 внутрішні фахівці ЦБ, 2 зовнішні фахівці, які призначаються міністерством фінансів та економічного планування.
----------	-----------	-----	-----------------------	--------------	-----------------	--

Продовження табл. А.1

27. Вірменія	ЦБ і уряд	ІСЦ	ТЦ+ ДМК (4%+/-1,5%)	12 місяців	Однотижнева ставка РЕПО	Рада ЦБ, щомісяця. Рада ЦБ складається з 7-ми осіб: голова Ради, заступник голови, 5 внутрішніх фахівців ЦБ. Зовнішні фахівці відсутні. Голова призначається національними зборами на 6 років, заступник голови призначається президентом на 6 років, 5 внутрішніх фахівців призначаються президентом на 5 років.
28. Грузія	ЦБ	ІСЦ	ТЦ (5%)	Середньостроковий	Однотижнева ставка за кредитами рефінансування	Комітет грошово-кредитної політики, щомісяця. КГКП складається з 12-ти членів: голова ЦБ, 2 його заступники і 9 директорів відповідних підрозділів ЦБ.
29. Молдова	ЦБ	ІСЦ	ТЦ+ ДМК (5%+/-1,5%)	18-24 місяців	Базова ставка за сертифікатами ЦБ	Адміністративна рада, щомісяця. Адміністративна рада складається з 5-ти членів: президент ЦБ; перший віце-президент; 3 віце-президенти ЦБ.

Продовження табл. А.1

30. Албанія	ЦБ	ІСЦ	ТЦ+ ДМК (3% +/-1%)	3 роки	Однотижнева ставка РЕПО	Наглядова Рада, щомісяця. Наглядова Рада складається з 9-ти членів: голова ЦБ, 2 його заступники, 6 інших членів (у т.ч. передбачається 2 зовнішні фахівці). Усі члени Ради призначаються народною асамблеєю Албанії (парламент) на наступних умовах: 5 членів за пропозицією народної асамблеї; 3 члени – ради міністрів; 1 член – наглядової ради. Президент призначає голову ЦБ за пропозицією прем'єр-міністра.
-------------	----	-----	-----------------------	--------	----------------------------	---

* Станом на лютий 2015 р.

Джерело: складено автором на основі [143], інформації з офіційних веб-сайтів центральних банків

Додаток Б

Таблиця Б.1

**Структура операцій із цінними паперами на фондовому ринку України
у 2005-2013 рр.**

Вид цінних паперів	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Загальний обсяг операцій (млрд. грн.)									
Акції	179,79	225,65	283,54	352,82	470,73	565,21	646,7	591,86	171,1
Державні облігації	27,32	40,85	59,86	62,49	98,99	354,12	855,55	1217,06	721,47
Облігації підприємств	32,62	62,38	134,73	205,21	81,13	69,5	103,7	124,89	98,87
Облігації місцевих позик	2,23	2,85	4,31	2,2	0,66	0,5	1,67	7,48	3,6
Інвестиційні сертифікати	5,72	14,24	40,43	43,94	76,31	106,53	103,79	137,74	496,5
Векселі	133,12	142,23	212,64	191,84	268,76	316,11	358,28	412,08	3,39
Деривативи	2,02	0,26	0,15	0,27	0,1	0,15	0,41	24,91	18,01
Інші	20,94	4,32	18,65	24,65	70,58	125,66	77,44	14,85	164,03
Усього	403,8	492,8	754,3	883,4	1067,26	1537,79	2147,54	2530,87	1676,97
Обсяг операцій, здійснених організаторами торгів (млрд. грн.)									
Акції	4,48	6,95	13,61	11,82	13,54	52,71	79,22	21,54	44,92
Державні облігації	3,88	8,51	2,77	8,55	8,18	60,86	99,12	178,78	345,87
Облігації підприємств	6,54	12,13	17,36	16,61	7,07	6,71	21,42	26,35	47,51
Облігації місцевих позик	0,67	0,99	0,79	0,46	0,03	0,14	0,46	6,39	0,9
Інвестиційні сертифікати	0,18	0,33	0,43	0,2	7,14	7,14	11,4	5,84	6,22
Деривативи	0,68	0,09	0,05	0,12	0,05	3,73	23,82	24,78	18,01
Інші	0	0,05	0,13	0	0	0	0	0	0
Усього	16,43	29,05	35,15	37,76	36,01	131,29	235,44	263,68	463,43
Частка операцій, здійснених організаторами торгів, у загальному обсязі операцій на фондовому ринку (%)									
Акції	2,49	3,08	4,8	3,35	2,88	9,33	12,25	3,64	26,25
Державні облігації	14,2	20,83	4,63	13,68	8,26	17,19	11,59	14,69	47,94
Облігації підприємств	20,05	19,45	12,89	8,09	8,71	9,65	20,66	21,1	48,05
Облігації місцевих позик	30,04	34,74	18,33	20,91	4,55	28	27,54	85,43	25,0
Інвестиційні сертифікати	3,15	2,32	1,06	0,46	9,36	6,7	10,98	4,24	1,25
Деривативи	0,51	0,06	0,02	0,06	0,02	1,18	6,65	99,5	100
Інші	0	19,23	86,67	0	0	0	0	0	0
Усього	4,07	5,9	4,66	4,27	3,37	8,54	10,96	10,42	27,63

Джерело: складено автором на основі [67; 117, с. 6]

Додаток В

Таблиця В.1

Підсистема моделювання та прогнозування

Країна	Моделі	Публікація прогнозів	Орган, який здійснює прогнозування
1. Нова Зеландія	DSGE, VAR, Калібрована модель розривів (RFM) є головною прогнозною моделлю.	Прогнози ВВП, інфляції та процентних ставок.	КГКП
2. Канада	Динамічні стохастичні моделі загальної рівноваги: 1) TOTEM – основна прогнозна модель; 2) BoC–GEM – глобальна економічна модель ЦБ Канади.	Прогнози ІСЦ, базової інфляції, ВВП.	Рада ЦБ
3.Великобританія	Централізована модель аналізу прогнозів та імітації сценаріїв (COMPASS), DSGE.	Прогнози інфляції, ВВП.	КГКП
4. Швеція	DSGE, моделі часових рядів.	Прогнози ВВП, ІСЦ, ставки РЕПО.	Рада ЦБ
5. Австралія	Базовою середньостроковою прогнозною моделлю є DSGE.	Прогнози ВВП, ІСЦ та базової інфляції.	Рада ЦБ
6.Чехія	Базовою середньостроковою прогнозною моделлю є DSGE.	Прогнози ІСЦ, процентної ставки, валютного курсу, ВВП.	Структурний підрозділ ЦБ
7. Ізраїль	Базовою середньостроковою прогнозною моделлю є DSGE.	Прогнози ВВП, ІСЦ, базової інфляції, процентної ставки, обмінного курсу.	Структурний підрозділ ЦБ
8. Польща	Квартальна прогнозна модель, яка є основним інструментом прогнозування, DSGE.	Прогноз інфляції і ВВП.	Структурний підрозділ ЦБ

Продовження табл. В.1

9. Бразилія	DSGE, VAR, FAVAR (факторна розширена векторна авторегресійна модель).	Прогнози ВВП, ІСЦ.	КГКП
10. Чилі	Квартальна макроекономічна прогнозна модель, DSGE.	Прогнози ВВП, ІСЦ.	Структурний підрозділ ЦБ
11. Колумбія	DSGE, імітаційні моделі.	Прогнози ІСЦ, ВВП.	Структурний підрозділ ЦБ
12. ПАР	Базова макроекономічна модель.	Прогнози інфляції, ВВП.	КГКП
13. Таїланд	Макроекономічна модель ЦБ Таїланду застосовується для прогнозування економічних змінних, DSGE.	Прогнози базової інфляції, ВВП.	КГКП
14. Південна Корея	DSGE.	Прогнози ВВП, інфляції.	Структурний підрозділ ЦБ
15. Мексика	DSGE.	Прогнози ІСЦ, ВВП, зайнятості.	Структурний підрозділ ЦБ
16. Ісландія	Базовою прогновною моделлю є середньомасштабна макроекономічна модель (QMM) із застосуванням емпіричної оцінки та виправленням помилок, яка дозволяє прогнозувати майбутні очікування, DSGE, VAR.	Прогнози ІСЦ.	Структурний підрозділ ЦБ
17. Норвегія	DSGE.	Прогнози офіційної процентної ставки, ІСЦ, ВВП-розриву.	Структурний підрозділ ЦБ
18. Угорщина	DSGE для довгострокового прогнозування, прості часові ряди та експертні моделі для короткострокового прогнозування.	Прогнози ІСЦ, базової інфляції, ВВП.	Структурний підрозділ ЦБ

Продовження табл. В.1

19. Перу	Квартальна прогнозна модель, DSGE, VAR.	Прогнози ІСЦ, ВВП, стану платіжного балансу країни, зростання ВВП та інфляції в країнах, що є основними торговельними партнерами Перу.	Структурний підрозділ ЦБ
20. Філіпіни	Регресійна модель на основі одного рівняння, імітаційне моделювання монетарної політики на основі DSGE.	Прогнози ІСЦ.	Структурний підрозділ ЦБ
21. Гватемала	Квартальна прогнозна модель, ARIMA (авторегресійна модель проінтегрованного змінного середнього).	Прогнози ІСЦ.	Структурний підрозділ ЦБ
22. Індонезія	ARIMBI (Агрегатна раціональна модель інфляційного таргетування ЦБ Індонезії), SOFIE (модель короткострокового прогнозування індонезійської економіки) є основною прогнозною моделлю, що використовується для квартального прогнозування ВВП, інфляції (як базової, так і ІСЦ), грошових агрегатів і валютного курсу. Також застосовуються моделі на основі часових рядів для місячного прогнозування інфляції і валютного курсу.	Прогнози ІСЦ, базової інфляції, ВВП.	Рада ЦБ
23. Румунія	Квартальна прогнозна модель, DSGE.	Прогнози базової інфляції, ІСЦ, ВВП-розриву.	Рада ЦБ

Продовження табл. В.1

24. Туреччина	Квартальна прогнозна модель, DSGE.	Прогнози базової інфляції, ВВП-розриву	КГКП
25. Сербія	Квартальна прогнозна модель.	Прогнози інфляції.	Рада ЦБ
26. Гана	Квартальна прогнозна модель, економетричні моделі, калібрована макроеконометрична модель (у стадії розробки).	Прогнози ІСЦ, базової інфляції, ВВП.	КГКП
27. Вірменія	Квартальна прогнозна модель, DSGE.	Прогнози ІСЦ, ВВП.	Структурний підрозділ ЦБ
28. Грузія	ARIMA	Прогнози ІСЦ, ВВП.	КГКП
29. Молдова	ARIMA	Прогнози ІСЦ, ВВП.	Адміністративна рада
30. Албанія	ARIMA, VAR	Прогнози ІСЦ, ВВП.	Наглядова Рада

Джерело: складено автором на основі [141]

Додаток Д

Таблиця Д.1

Постанови Правління НБУ, прийняті у 2014 – I кварталі 2015 рр.

№	Постанова	Заходи, які запроваджувалися
1.	№ 49 «Про заходи щодо діяльності банків та проведення валютних операцій», 06.02.2014 р.	<ul style="list-style-type: none"> - обмежено купівлю банками іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку за дорученням фізичних осіб-резидентів і нерезидентів з метою переказу за межі України за поточними валютними неторговельними операціями із граничною сумою в розмірі 50 000 грн. на місяць на одну фізичну особу (в еквіваленті); - встановлення нульової ставки резервування коштів за короткостроковими зовнішніми кредитами (на строк рівний/менший 183 календарні дні); - обмеження на строки купівлі уповноваженими банками іноземної валюти за дорученням юридичних осіб та фізичних осіб-підприємців (не раніше шостого операційного дня після дня зарахування коштів на рахунок 2900 «Кредиторська заборгованість за операціями з купівлі-продажу іноземної валюти, банківських та дорогоцінних металів для клієнтів банку»); - тимчасові обмеження на купівлю іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку для дострокового погашення резидентами кредитів в іноземній валюті за договорами з нерезидентами; - зобов'язання для банків виконувати доручення клієнтів – юридичних осіб та/або фізичних осіб-підприємців, яке міститься в документі на переказ у будь-якій валюті (крім платежів до бюджету, соціальних фондів), у тому числі на отримання готівки (крім виплат заробітної плати, пенсій, стипендій, соціальних виплат), у межах залишку коштів на поточних рахунках клієнтів на початок операційного дня (без урахування сум, що надійдуть на поточний рахунок клієнта протягом операційного дня).
2.	№ 86 «Про деякі питання регулювання грошово-кредитного ринку», 21.02.2014р.	<ul style="list-style-type: none"> – надання з 24 лютого 2014 року банкам додаткової гнучкості в управлінні власною ліквідністю через: <ol style="list-style-type: none"> 1) зменшення частки обов'язкових резервів, яка має формуватися банками на окремому рахунку в Національному банку України, з 40% до 20% від їх обсягу, що сформований за попередній звітний період резервування; 2) зменшення мінімального обсягу обов'язкових резервів, який має зберігатися щоденно на початок операційного дня на кореспондентському рахунку банків у НБУ, з 60% до 50% від їх обсягу, що сформований за попередній період резервування; 3) скасування з 21.02. 2014 р. обмежень щодо кількості можливих звернень банків за кредитами рефінансування овернайт. До прийняття Постанови № 86 банки могли звернутися до Національного банку України за кредитами рефінансування овернайт під забезпечення не більше двох разів на тиждень, за кредитами овернайт без забезпечення – не більше одного разу на тиждень.
3.	№ 104 «Про внесення змін до постанови Правління Національного банку України від 06 лютого 2014 року № 49», 27.02.2014 р.	<ul style="list-style-type: none"> - підвищення відповідальності банків за порушення вимог валютного законодавства. Зокрема, в разі виявлення в діяльності банку операцій, що призводять до дестабілізації міжбанківського валютного ринку, може бути обмежена його робота в Системі підтвердження угод на міжбанківському валютному ринку України НБУ; - оптимізовано процедури здійснення розрахунків за поточними операціями клієнтів банків. Скасовано норму, яка зобов'язувала банки виконувати доручення клієнтів – юридичних осіб та фізичних осіб-підприємців, яке міститься в документі на переказ у будь-якій валюті (крім деяких платежів соціального характеру), лише в межах залишку коштів на поточних рахунках клієнтів на початок операційного дня (без урахування сум, що надходили на поточний рахунок клієнта протягом операційного дня). - банківські установи зобов'язані обмежувати видачу (отримання) готівкових коштів в іноземній валюті з поточних та депозитних рахунків клієнтів через каси та банкомати банків у межах до 15 000 гривень на добу на одного клієнта в еквіваленті за офіційним курсом НБУ.

Продовження табл. Д.1

4.	№ 172 «Про врегулювання діяльності фінансових установ та проведення валютних операцій», 28.03.2014 р.	<p>Збереження низки регуляторних заходів, що діяли в межах Постанови № 49, з одночасним деяким їх пом'якшенням, зокрема:</p> <ul style="list-style-type: none"> - скорочено термін проведення операцій з купівлі банками іноземної валюти за дорученням юридичних осіб, фізичних осіб – підприємців, іноземних представництв. Починаючи з 28 березня 2014 року кошти для купівлі іноземної валюти могли бути перераховані не раніше третього операційного дня після дня зарахування гривень на окремий аналітичний рахунок, а починаючи з 01 квітня 2014 року – не раніше другого операційного дня після дня зарахування гривень на цей рахунок; - спрощено процедуру купівлі банком у фізичних осіб готівкової іноземної валюти, яка відтепер дає змогу здійснювати таку операцію без пред'явлення документа, що посвідчує особу, та без його копіювання. <p>Водночас, запроваджено окремі додаткові стабілізаційні заходи, а саме:</p> <ul style="list-style-type: none"> – установлена максимальна сума продажу іноземної валюти одній фізичній особі, яка в еквіваленті не може перевищувати 15000 гривень протягом одного операційного (робочого) дня в межах однієї банківської установи; – резидентам дозволено здійснювати погашення кредитів, позик (фінансової допомоги) в іноземній валюті за договорами у тому числі в разі укладення додаткових угод з нерезидентами не раніше строку, передбаченого договором; – запроваджені певні обмеження на перекази фізичними особами іноземної валюти за межі України за поточними валютними неторговельними операціями. Такі операції дозволено здійснювати на суму, що не перевищує в еквіваленті 150 000 гривень на місяць. Водночас, такі обмеження не поширюються на цілу низку соціально-важливих переказів, а саме: на оплату витрат на лікування за кордоном, транспортування хворих, переказів, що здійснюються в разі зміни держави проживання, пов'язаних з оплатою праці нерезидентів України та деякі ін.
5.	№ 245 «Про врегулювання діяльності фінансових установ та проведення валютних операцій», 29.04.2014 р.	<ul style="list-style-type: none"> - відмінено обмеження, які існували до цього, щодо терміну проведення операцій з купівлі банками іноземної валюти за дорученням юридичних осіб, фізичних осіб – підприємців, іноземних представництв; - відновлено на 1 місяць дію тимчасової норми, яка передбачає встановлення нульової ставки резервування коштів за договорами про залучення банками коштів в іноземній валюті від нерезидентів на строк, що дорівнює або менше ніж 183 календарних дні. <p>Продовжено термін дії низки заходів, запроваджених попередніми нормативно-правовими актами НБУ:</p> <ul style="list-style-type: none"> - надання дозволу резидентам здійснювати погашення кредитів, позик (фінансової допомоги) в іноземній валюті за договорами у тому числі в разі укладення додаткових угод з нерезидентами не раніше строку, передбаченого договором; - установлення максимальної суми здійснення переказів іноземної валюти за дорученням фізичних осіб за поточними неторговельними операціями на рівні 15 000 гривень на місяць в еквіваленті (без підтвердних документів з поточного рахунку в іноземній валюті або без його відкриття) та 150 000 гривень на місяць в еквіваленті (з поточного рахунку в іноземній валюті на підставі підтвердних документів); -заборона на здійснення операцій з купівлі-продажу іноземної валюти на міжбанківському валютному ринку без поставки валют; - установлення максимальної суми продажу готівкової іноземної валюти одній фізичній особі на рівні 15 000 гривень в еквіваленті протягом одного операційного (робочого) дня в межах однієї банківської установи; - установлення дозволу на здійснення купівлі готівкової іноземної валюти у фізичних осіб у сумі, що в еквіваленті не перевищує 150 000 грн. без пред'явлення документів, що посвідчують особу; введення обмежень на видачу (отримання) готівкових коштів в іноземній валюті з поточних та депозитних рахунків клієнтів через каси та банкомати в межах до 15 000 грн. на добу на одного клієнта в еквіваленті за офіційним курсом НБУ.

Продовження табл. Д.1

6.	№ 270 «Про зміну строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів і запровадження обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті», 12.05.2014 р.	<p>- скорочення строків розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів зі 180 до 90 календарних днів;</p> <p>- запровадження вимоги щодо обов'язкового продажу на міжбанківському валютному ринку України, яка стосується: надходжень в іноземній валюті з-за кордону на користь юридичних осіб, які не є уповноваженими банками, фізичних осіб-підприємців, іноземних представництв (крім офіційних представництв), на рахунки, відкриті в уповноважених банках для ведення спільної діяльності без створення юридичної особи, а також надходжень в іноземній валюті на рахунки резидентів, відкриті за межами України на підставі індивідуальних ліцензій Національного банку; надходжень в іноземній валюті із-за меж України на користь фізичних осіб в сумі, що дорівнює або перевищує в еквіваленті 150 000 гривень за місяць.</p> <p>Вищезазначені норми діяли тимчасово з 20 травня до 20 серпня 2014 року.</p> <p>- 50% обов'язкового продажу на міжбанківському валютному ринку валютної виручки резидентів від продажу товарів за зовнішньоекономічними договорами.</p>
7.	№ 328 «Про врегулювання діяльності фінансових установ та проведення валютних операцій», 30.05.2014 р.	<p>- збереження всіх раніше встановлених обмежень, зазначених у Постанові № 245, а також додано лімітування щодо видачі готівкових коштів в національній валюті з поточних (у тому числі карткових) та депозитних рахунків клієнтів через каси та банкомати в межах до 150 000 грн. на добу на одного клієнта. Данні обмеження не поширюються на видачу готівкових коштів на виплату заробітної плати, витрат на відрядження, пенсій, стипендій, інших соціальних та привілейних до них виплат (крім матеріальної допомоги). Також дані обмеження не поширюються на видачу готівкових коштів за поточними та депозитними рахунками за умови їх внесення готівкою та в межах внесеної готівкою суми.</p>
8.	№ 419 «Про внесення зміни до Правил резервування коштів за залученими уповноваженим банком депозитами і кредитами (позиками) в іноземній валюті від нерезидентів», 15.07.2014 р.	<p>Зміна ставки з 20% до 0% резервування коштів за договором, згідно з яким уповноваженим банком залучається депозит, кредит (позика) в іноземній валюті від нерезидента на термін, який дорівнює або менший 183 календарних днів.</p>
9.	№ 423 «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України», 15.07.2014 р.	<p>– скасовано вимогу, згідно з якою уповноважені банки здійснювали обов'язковий продаж іноземної валюти, яка надходила фізичним особам (резидентам та нерезидентам) у сумі, що дорівнює або перевищує в еквіваленті 150 000 гривень за місяць;</p> <p>– встановлено норму, відповідно до якої іноземна валюта, переказана з-за кордону на користь фізичної особи в сумі, що не перевищує в еквіваленті 150 000 гривень в один операційний (робочий) день, може бути виплачена готівкою без відкриття рахунку. Якщо сума переказу (переказів) в іноземній валюті перевищує в еквіваленті 150 000 гривень в один операційний (робочий) день, то такий переказ (перекази) зараховуються в повній сумі на поточний рахунок отримувача;</p> <p>– встановлюється норма щодо звільнення від обов'язкового продажу надходжень на кореспондентські рахунки банків-нерезидентів в іноземній валюті, які відкриті в уповноважених банках, та надходжень за операціями з розміщення депозитів банками-нерезидентами на рахунках в уповноважених банках.</p>

Продовження табл. Д.1

10.	№ 515 «Про врегулювання ситуації на валютному ринку України», 20.08.2014 р.	<ul style="list-style-type: none"> - запроваджено обов'язковий продаж надходжень в іноземній валюті на міжбанківському валютному ринку України; - встановлено, що розрахунки за операціями з експорту та імпорту товарів здійснюються у строк, що не перевищує 90 календарних днів; - продовжено строк дії норми щодо обов'язкового продажу експортерами надходжень в іноземній валюті на три місяці, збільшивши обсяг її продажу до 100%; - запроваджується постійний щоденний моніторинг роботи уповноваженого банку з метою перевірки добросовісного характеру платежів за операціями клієнтів. З цією метою Національний банк України має право вимагати від банків призупинення проведення операцій, що мають підвищений ризик їх використання з протиправною метою, та отримувати документи, що підтверджують добросовісний характер здійснення таких операцій; - встановлено вичерпний перелік таких недобросовісних транзакцій, а саме: - купівля іноземної валюти за фіктивними експортно-імпортними контрактами; - купівля іноземної валюти за фіктивними угодами з цінними паперами; - купівля іноземної валюти за удаваними угодами, змістом яких є викривлення реальної суті транзакції (наприклад, купівля валюти на погашення валютного кредиту, що був наданий без реальних підстав); - купівля іноземної валюти для приховування валютної виручки від обов'язкового продажу шляхом взаємозаліку.
11.	№ 540 «Про введення додаткових механізмів для стабілізації грошово-кредитного та валютного ринків України», 29.08.2014 р.	<ul style="list-style-type: none"> - запроваджено обмеження на зняття готівки з банківських карток і рахунків: 1. Протягом дня один клієнт може зняти з валютних карток і рахунків до 15 000 гривень в еквіваленті. 2. Протягом дня один клієнт може зняти з гривневих карток і рахунків до 150 000 гривень. Це обмеження не стосується видачі готівки для виплати зарплат, пенсій, стипендій, інших соціальних і привієнних до них виплат (окрім матеріальної допомоги), відшкодувань від Фонду гарантування вкладів фізичних осіб. Встановлено, що за дорученням фізичних осіб за межі України здійснюються перекази іноземної валюти за поточними валютними неторговельними операціями: без підтвердних документів з поточного рахунку в іноземній валюті або без його відкриття – на суму, що в еквіваленті не перевищує 15 000 гривень в один операційний (робочий) день; з поточного рахунку в іноземній валюті – на суму, що в еквіваленті перевищує 15 000 гривень, але не більше ніж 150 000 гривень на місяць.
12.	№ 591 Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України», 22.09.2014 р.	<ul style="list-style-type: none"> - зменшено розмір обов'язкового продажу надходжень в іноземній валюті з 100% до 75%; - скасовано раніше запроваджену вимогу щодо обов'язкової конвертації в гривню переказів в іноземній валюті з-за кордону на користь фізичних осіб без відкриття рахунку; - зменшено максимальну суму продажу готівкової іноземної валюти одній особі в один операційний (робочий) день до суми, що не перевищує в еквіваленті 3 000 гривень.
13.	№ 685 «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України», 30.10.2014 р.	<ul style="list-style-type: none"> - скасовано тимчасове обмеження на проведення операцій в іноземній валюті зі здійснення розрахунків за імпортними операціями без увезення товару на територію України та зі здійснення платежів за імпортними договорами, за якими продукція була ввезена на територію України та здійснено митне оформлення на підставі ввізної митної декларації, дата оформлення якої перевищує 180 днів; - знижено поріг документального підтвердження відповідності контрактних цін на роботи, послуги, права інтелектуальної власності, які є предметом договору резидентів з нерезидентами, кон'юнктури ринку зі 100 тисяч євро до 50 тисяч євро.
14.	№ 734 «Про врегулювання ситуації на валютному ринку України», 20.11.2014 р.	<ul style="list-style-type: none"> - розрахунки за операціями з експорту та імпорту товарів, як і раніше, здійснюються у строк, що не перевищує 90 календарних днів; - продовжено вимогу щодо обов'язкового продажу на міжбанківському валютному ринку України надходжень в іноземній валюті з-за кордону на користь юридичних осіб у розмірі 75%.

Продовження табл. Д.1

15.	№ 758 «Про врегулювання ситуації на грошово-кредитному та валютному ринках України», 01.12.2014 р.	<p>– продовжено вимогу щодо обов'язкового продажу на міжбанківському валютному ринку України надходжень в іноземній валюті з-за кордону на користь юридичних осіб у розмірі 75%;</p> <p>– продовжено обмеження з видачі готівкових коштів в іноземній валюті з поточних або депозитних рахунків через каси та банкомати у розмірі, еквівалентному 15 000 грн. за офіційним курсом НБУ;</p> <p>– продовжено обмеження з продажу готівкової іноземної валюти протягом одного дня в одній банківській установі одній особі в еквіваленті 3 000 грн.;</p> <p>Продовжено обмеження, запроваджені Постановою № 540 від 29.08.2014 р. стосовно того, що банки за дорученням фізичних осіб за межі України здійснюються перекази іноземної валюти за поточними валютними неторговельними операціями: без підтвердних документів з поточного рахунку в іноземній валюті або без його відкриття – на суму, що в еквіваленті не перевищує 15 000 гривень в один операційний (робочий) день; з поточного рахунку в іноземній валюті – на суму, що в еквіваленті перевищує 15 000 гривень, але не більше ніж 150 000 гривень на місяць.</p> <p>Продовжено дію обмежень, запроваджених постановою № 328 від 30.05.2014 р., стосовно того, що банки зобов'язані обмежити видачу готівкових коштів у національній валюті через каси та банкомати в межах до 150 000 гривень на добу на одного клієнта.</p> <p>Уповноважені банки зобов'язані для здійснення купівлі іноземної валюти за дорученням клієнтів попередньо зараховувати кошти в гривнях на окремий аналітичний рахунок балансового рахунку 2900 «Кредиторська заборгованість за операціями з купівлі-продажу іноземної валюти, банківських та дорогоцінних металів для клієнтів банку». Із цього рахунку кошти можуть бути перераховані для купівлі іноземної валюти не раніше третього операційного дня з дня зарахування гривень на цей рахунок.</p>
16.	№ 820 «Про зміну порядку формування та зберігання обов'язкових резервів», 18.12.2014 р.	<p>– встановлено такі періоди утримання обов'язкових резервів: з 01 січня до 10 лютого 2015 року (включно); з 11 лютого до 10 березня 2015 року (включно); надалі 11 число місяця є першим днем періоду утримання, а 10 число наступного місяця є останнім днем періоду утримання;</p> <p>– встановлено такі періоди визначення резервної бази: грудень 2014 року - для періоду утримання з 01 січня до 10 лютого 2015 року (включно); з 01 січня до 10 лютого 2015 року (включно) - для періоду утримання з 11 лютого до 10 березня 2015 року (включно); надалі період визначення резервної бази передусє періоду утримання обов'язкових резервів;</p> <p>– встановлено такі нормативи обов'язкового резервування для формування банками обов'язкових резервів: 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;</p> <p>– встановлено граничну кількість випадків недотримання банками щоденних залишків обов'язкових резервів на кореспондентському рахунку протягом трьох періодів утримання поспіль - 10 разів;</p> <p>– дозволено банкам зараховувати для покриття обов'язкових резервів, що формуються та зберігаються на кореспондентському рахунку в Національному банку України: залишки готівки в касі банку в національній валюті, у розмірі 50%; залишки коштів, які перебувають на рахунках банку, відкритих у ПАТ «Розрахунковий центр з обслуговування договорів на фінансових ринках», у розмірі 100%.</p>

Продовження табл. Д.1

17.	№ 124 «Про особливості здійснення деяких валютних операцій», 23.02.2015 р.	<ul style="list-style-type: none"> – заборонено уповноваженим банкам здійснювати купівлю іноземної валюти за дорученням клієнтів за рахунок коштів у гривні, залучених цими клієнтами у формі кредиту; – заборонено уповноваженим банкам здійснювати авансові платежі в іноземній валюті за імпортом товару за зовнішньоекономічним договором, загальна вартість якого перевищує 50 000 доларів США (еквівалент цієї суми в іншій іноземній валюті за офіційним курсом гривні до іноземних валют, установленим Національним банком України на день укладення договору), якщо Національним банком України повідомлено уповноважений банк про непідтвердження можливості здійснення цих платежів; – уповноважені банки зобов'язані здійснювати авансові платежі в іноземній валюті за імпортом товару за зовнішньоекономічним договором, загальна вартість якого перевищує 500 000 доларів США (еквівалент цієї суми в іншій іноземній валюті за офіційним курсом гривні до іноземних валют, установленим Національним банком України на день укладення договору), виключно з використанням акредитивної форми розрахунків.
18.	№ 130 «Про внесення змін до деяких нормативно-правових актів Національного банку України», 24.02.2015 р.	<ul style="list-style-type: none"> – встановлено, що кошти в гривнях, попередньо перераховані банком на окремий аналітичний рахунок для здійснення купівлі іноземної валюти за дорученням клієнтів, можуть бути перераховані на купівлю іноземної валюти не раніше четвертого дня з дня їх зарахування на цей рахунок; – уповноваженим банкам заборонено до 27 лютого 2015 року включно не мають права здійснювати купівлю іноземної валюти за дорученням клієнтів; – уповноважені банки мають право здійснювати власні операції з купівлі безготівкової іноземної валюти за гривні в межах установлених лімітів відкритої валютної позиції у сумі, що не перевищує 0,5 відсотків від розміру регулятивного капіталу банку (в еквіваленті за офіційним курсом гривні до іноземних валют, установленим Національним банком України), протягом одного робочого дня.
19.	№ 160 «Про врегулювання ситуації на грошово-кредитному та валютному ринках України», 03.03.2015 р.	<ul style="list-style-type: none"> – збережено вимоги щодо обов'язкового продажу в розмірі 75 відсотків надходжень в іноземній валюті та 90-денний граничний строк розрахунків за операціями з експорту та імпорту товарів; – встановлено обмеження на купівлю безготівкових іноземних валют та банківських металів за гривні за власними операціями банку за день. Вимога стосується операцій банків на умовах «тод», «том», «спот», «форвард» та не поширюється на валютні операції на умовах «своп»; – встановлено заборону надавати банками кредити в національній валюті (у тому числі за відкритими кредитними лініями та шляхом пролонгації раніше наданих кредитів), якщо в забезпечення виконання зобов'язань за ними клієнтом надаються майнові права на кошти в іноземній валюті, що розміщені на рахунках у банках.

Джерело: складено автором на основі [69]

Додаток Е

Таблиця Е.1

Питома вага у споживчому кошику товарів, що торгуються і товарів, що не торгуються

Вид товару/послуги	Товари, що торгуються	Товари, що не торгуються	Питома вага у споживчому кошику
Рис		+	0,631365
Хліб пшеничний з борошна вищого гатунку		+	0,802097
Хліб пшеничний з борошна першого гатунку		+	0,753485
Хліб житній, житньо-пшеничний		+	0,465241
Хліб заварний		+	0,190028
Батон		+	0,631956
Багет		+	0,24306
Макаронні вироби з твердих сортів пшениці	+		0,160042
Макаронні вироби з м'яких сортів пшениці	+		0,632245
Вареники, пельмені		+	0,361417
Здобні вироби		+	0,339541
Вафлі	+		0,074774
uSB флеш-накопичувачі	+		1,160073
Торти	+		0,39749
Борошно пшеничне		+	0,57388
Крупи манні		+	0,050445
Крупи гречані		+	0,725628
Пластівці вівсяні		+	0,107929
Крупи перлові, ячні		+	0,037365
Пшоно		+	0,075214
Яловичина		+	0,614454
Вирізка яловича		+	0,179304
Натуральні напівфабрикати з яловичини		+	0,127509
Свинина		+	2,133082
Вирізка свиняча		+	0,414601
Натуральні напівфабрикати зі свинини		+	0,708267
Птиця (тушки курячі)		+	0,833722
Окремі порційні частини курячі		+	0,826417
Філе куряче		+	0,794009
Ковбаси варені вищого гатунку		+	0,93418
Ковбаси варені першого гатунку		+	0,279041
Сосиски, сардельки вищого гатунку		+	0,702129
Сосиски, сардельки першого гатунку		+	0,373107
Ковбаси варено-копчені		+	1,033478
Ковбаси сирокоччені		+	0,16584
Вироби з м'яса варенокопчені		+	0,169977
Вироби з м'яса делікатесні		+	0,081053
Субпродукти яловичі		+	0,16404
Субпродукти свинячі		+	0,171431
Субпродукти курячі		+	0,214978

Продовження табл. Е.1

Фарш м'ясний		+	0,468535
Фарш курячий		+	0,275171
Вироби з м'яса кулінарні		+	0,184738
Риба жива, охолоджена	+		0,7837
Риба морожена	+		1,46233
Філе мороженої риби	+		0,095461
Морепродукти	+		0,035445
Кілька солена	+		0,104262
Скумбрія копчена	+		0,259763
Оселедці	+		0,570396
Консерви рибні в олії	+		0,112969
Ікра червона	+		0,011351
Крабові палички	+		0,081939
Молоко пастеризоване жирністю до 2,5% включно		+	0,690588
Молоко пастеризоване з підвищеним вмістом жиру		+	1,358555
Кефір		+	0,40758
Йогурт		+	0,128749
Сири тверді типу Едам		+	0,752177
Сири тверді типу Емменталь		+	0,176437
Сири розсольні		+	0,160781
Сири м'які нежирні		+	0,150596
Сири м'які жирні		+	0,667066
Сиркова маса		+	0,123604
Сметана жирністю до 15% включно		+	0,213399
Сметана з підвищеним вмістом жиру		+	0,556995
Яйця		+	1,016172
Масло вершкове		+	1,331317
Спреди		+	0,323115
Маргарин		+	0,248498
Олія оливкова		+	0,04115
Олія соняшникова		+	2,034551
Сало		+	1,044434
Лимони	+		0,155519
Апельсини, мандарини	+		0,713301
Банани	+		0,528571
Яблука		+	0,821533
Кісточкові		+	0,318775
Ягоди		+	0,281793
Виноград		+	0,227334
Кавуни		+	0,276597
Ківі	+		0,159982
Сухофрукти	+		0,142657
Капуста білокачанна		+	0,524328
Капуста пекінська		+	0,073567

Продовження табл. Е.1

Огірки		+	0,378404
Помідори		+	0,520564
Кабачки, баклажани, гарбузи		+	0,108738
Перець солодкий		+	0,136474
Цибуля ріпчаста		+	0,42562
Буряк	+		0,114681
Морква	+		0,25511
Гриби	+		0,35097
Бобові	+		0,092463
Овочі консервовані	+		0,295213
Гриби консервовані	+		0,043367
Паста томатна	+		0,088868
Картопля		+	1,527082
Цукор		+	1,928195
Мед натуральний	+		0,391281
Шоколад	+		0,137985
Цукерки шоколадні	+		1,377965
Карамель	+		0,321356
Мармелад, зефір, халва	+		0,14458
Морозиво		+	0,37932
Кетчуп томатний		+	0,103706
Майонез		+	0,825472
Сіль		+	0,023521
Часник		+	0,022215
Спеції	+		0,14152
Супи, бульйонні кубики		+	0,055288
Молочні суміші для дитячого харчування		+	0,07657
Кава мелена	+		0,309935
Кава розчинна	+		0,892631
Чай	+		0,984267
Вода столово-мінеральна	+		0,313908
Вода питна	+		0,042401
Напої безалкогольні	+		0,222949
Соки фруктові-ягідні	+		0,26113
Горілка	+		1,056426
Горілка преміум класу	+		0,280822
Коньяк ординарний	+		0,113908
Коньяк марочний	+		0,025004
Напої слабоалкогольні	+		0,006105
Вина столові	+		0,152281
Вина кріплені	+		0,190056
Вина ігристі	+		0,164939
Пиво вітчизняних марок	+		0,416416
Пиво виготовлене за ліцензією	+		0,073485
Сигарети з фільтром вітчизняних марок		+	0,580703

Продовження табл. Е.1

Сигарети з фільтром медіум класу		+	1,033138
Сигарети з фільтром преміум класу		+	0,718299
Сигарети без фільтру		+	0,160692
Куртки чоловічі	+		0,352522
Куртки чоловічі шкіряні	+		0,106727
Костюми чоловічі	+		0,074758
Брюки чоловічі	+		0,17824
Джинси чоловічі	+		0,28878
Сорочки чоловічі	+		0,08867
Светри, джемperi чоловічі	+		0,189732
Спортивний одяг чоловічий	+		0,10426
Футболки, майки чоловічі	+		0,118447
Труси чоловічі	+		0,015157
Шкарпетки чоловічі	+		0,061742
Пальта, напівпальта жіночі	+		0,302954
Куртки утеплені жіночі	+		0,278524
Куртки неутеплені жіночі	+		0,085518
Піджаки жіночі	+		0,281527
Брюки жіночі	+		0,113841
Джинси жіночі	+		0,143277
Блузки жіночі	+		0,142347
Спідниці жіночі	+		0,077065
Светри, джемperi жіночі	+		0,20168
Спортивний одяг жіночий	+		0,0976
Футболки, майки жіночі	+		0,151338
Труси жіночі	+		0,016657
Бюстгальтери	+		0,042845
Колготи жіночі	+		0,081032
Вироби з натурального хутра жіночі	+		0,101482
Куртки дитячі	+		0,126594
Комбінезон дитячий	+		0,031648
Костюми хлопчачі	+		0,034208
Сукні дівчачі	+		0,049201
Сорочки хлопчачі	+		0,009194
Блузки дівчачі	+		0,013878
Брюки дитячі	+		0,035755
Джинси дитячі	+		0,043363
Светри, джемperi дитячі	+		0,056105
Спортивний одяг дитячий	+		0,052253
Футболки, майки дитячі	+		0,028387
Труси дитячі	+		0,080407
Колготи дитячі	+		0,028926
Головні убори	+		0,103325
Хімічне чищення		+	0,036746
Черевики утеплені чоловічі	+		0,296902

Продовження табл. Е.1

Туфлі чоловічі	+		0,339728
Кросівки чоловічі	+		0,245309
Домашнє взуття чоловіче	+		0,009202
Чоботи, півчоботи утеплені жіночі	+		0,555774
Півчоботи, черевика неутеплені жіночі	+		0,162269
Туфлі модельні жіночі	+		0,188852
Туфлі повсякденні жіночі	+		0,119661
Літнє взуття жіноче	+		0,222889
Кросівки жіночі	+		0,05712
Домашнє взуття жіноче	+		0,027421
Чоботи, півчоботи, черевика утеплені дитячі	+		0,13865
Туфлі дитячі	+		0,068192
Літнє взуття дитяче	+		0,045704
Кросівки дитячі	+		0,063246
Домашнє взуття дитяче	+		0,003569
Ремонт взуття		+	0,087182
Оренда житла		+	0,783521
Квартирна плата	+		1,342209
Деталі та конструкції	+		0,102696
Фарби	+		0,075977
Санітарно-технічне обладнання	+		0,110866
Плитка керамічна	+		0,186119
Суміші будівельні сухі	+		0,137568
Шпалери	+		0,110592
Шпалерні роботи		+	0,023187
Встановлення металопластикових вікон		+	0,41269
Укладення керамічної плитки		+	0,126207
Холодна вода		+	0,647716
Каналізація		+	0,358536
Електроенергія		+	1,428698
Газ природний		+	2,231553
Газ скраплений для побутових потреб	+		0,241203
Кам'яне вугілля	+		0,6571
Опалення		+	2,065001
Гаряча вода		+	0,402488
Меблі для кухні	+		0,103135
Шафи-купе	+		0,178519
М'які меблі	+		0,291853
Ковролін	+		0,047834
Лінолеум	+		0,04989
Ковдри	+		0,069178
Постільна білизна	+		0,147528
Холодильники	+		0,246007
Пральні машини	+		0,118634
Плити	+		0,100182

Продовження табл. Е.1

Мікрохвильові печі	+		0,027609
Обігрівачі	+		0,029193
Кондиціонери повітря	+		0,058709
Пилососи	+		0,037761
Електрочайники	+		0,03705
Блендери, міксери	+		0,066315
Праски	+		0,030115
Ремонт електропобутових товарів		+	0,060948
Посуд порцеляно-фаянсовий	+		0,041131
Посуд металевий	+		0,076718
Електроінструменти	+		0,043346
Мийні засоби синтетичні	+		0,493371
Засоби побутової хімії	+		0,049139
Серветки паперові	+		0,098794
Послуги з ведення домашнього господарства	+		0,057903
Антибіотики вітчизняні	+		0,124331
Антибіотики імпортовані	+		0,248079
Вітаміни вітчизняні	+		0,049003
Вітаміни імпортовані	+		0,104183
Судинорозширювальні засоби вітчизняні	+		0,269309
Судинорозширювальні засоби імпортовані	+		0,743853
Гормональні препарати	+		0,148853
Жарознижувальні та знеболювальні препарати вітчизняні	+		0,005603
Жарознижувальні та знеболювальні препарати імпортовані	+		0,007959
Мазі вітчизняні	+		0,031305
Мазі імпортовані	+		0,059075
Лейкопластирі	+		0,02422
Тонометри	+		0,020123
Лінзи коригувальні	+		0,107584
Консультативні послуги		+	0,101704
Стоматологічні послуги		+	0,347998
Діагностичні послуги		+	0,226865
Послуги лікарень		+	0,918559
Послуги санаторно-курортних установ		+	0,104769
Легкові автомобілі, вироблені в Україні	+		0,042483
Легкові автомобілі, вироблені в країнах СНД	+		0,039712
Легкові автомобілі, вироблені в країнах ЄС	+		0,150537
Легкові автомобілі, вироблені в Японії	+		0,075114
Велосипеди для дорослих	+		0,027287
Шини для легкових автомобілів	+		0,088759
Бензин А-76, А-80	+		0,093028
Бензин А-92, А-93	+		0,674015
Бензин А-95	+		0,988204
Дизельне пальне	+		0,075025

Продовження табл. Е.1

Газ скраплений для автомобілів	+		0,030455
Матеріали мастильні	+		0,008037
Заміна мастила		+	0,289097
Миття легкового автомобіля		+	0,005886
Стоянка особистого транспорту		+	0,060391
Курси водіїв		+	0,035926
Приміський поїзд		+	0,03544
Міжміський поїзд		+	0,228843
Приміський автобус		+	0,277778
Міжміський автобус		+	0,22782
Міський транспорт		+	0,606849
Міські маршрутні таксомотори		+	0,454834
Таксі		+	0,156765
Літак		+	0,03343
Поштові послуги		+	0,002762
Телефонні апарати	+		0,011569
Мобільні телефони	+		0,199331
Міжміський телефонний зв'язок		+	0,067781
Абонентна плата за користування телефоном		+	0,443038
Мобільний зв'язок		+	1,734522
Інтернет		+	0,72838
MP3-плеєри	+		0,013914
Телевізори	+		0,229935
DVD-плеєри	+		0,033766
Фотоапарати	+		0,008286
Ноутбуки	+		0,288012
Принтери	+		0,040716
USB флеш-накопичувачі	+		0,009877
Іграшки	+		0,170606
Квіти живі	+		0,088922
Корми для домашніх тварин	+		0,346044
Спортивні установи		+	0,151283
Кінотеатри		+	0,090263
Кабельне телебачення		+	0,32915
Фотопослуги		+	0,037396
Книги	+		0,062707
Газети	+		0,044459
Зошити	+		0,054771
Ручки	+		0,032109
Комплексний відпочинок		+	0,156626
Туристсько-екскурсійні послуги		+	0,088102
Дошкільні заклади		+	0,300469
Середні навчальні заклади		+	0,149603
Підготовчі курси до вступу у ВНЗ		+	0,046354

Продовження табл. Е.1

Вищі навчальні заклади		+	0,992511
Курси		+	0,168371
Ресторани		+	0,237014
Кафе		+	0,878922
Бари		+	0,093889
Заклади швидкого харчування		+	1,039157
Готелі		+	0,514844
Пансіонати		+	0,196821
Послуги перукарень (жіноча зачіска)		+	0,383776
Послуги перукарень (чоловіча стрижка)		+	0,140718
Манікюр		+	0,115133
Мило туалетне	+		0,301449
Шампуні	+		0,220076
Зубні пасти	+		0,226087
Креми	+		0,061882
Дезодоранти	+		0,179478
Засоби макіяжу	+		0,044997
Туалетний папір	+		0,171943
Засоби жіночої гігієни	+		0,120343
Памперси дитячі	+		0,102514
Ювелірні вироби з золота	+		0,080237
Годинники наручні	+		0,022302
Сумки	+		0,119781
Парасольки	+		0,009067
Страхування особистого транспорту		+	0,079082
Фінансові послуги		+	0,096023
Послуги нотаріусів		+	0,06194
Ритуальні послуги		+	0,272933

Джерело: складено автором на основі даних Департаменту монетарної політики та економічного аналізу НБУ

Додаток Ж

Таблиця Ж.1

Інфляція на товари, що торгуються і не торгуються*

Дата	Інфляція товарів, що торгуються	Інфляція товарів, що не торгуються	ІСЦ
Січень 2007	0,539987	0,432981	0,5
Лютий 2007	0,46979	0,366722	0,6
Березень 2007	0,400685	0,026739	0,2
Квітень 2007	0,444389	0,125805	0
Травень 2007	0,827279	0,621436	0,6
Червень 2007	0,99602	4,312303	2,2
Липень 2007	0,589884	1,66995	1,4
Серпень 2007	0,03173	0,323599	0,6
Вересень 2007	0,926629	2,803862	2,2
Жовтень 2007	1,394313	3,60932	2,9
Листопад 2007	1,534737	2,348207	2,2
Грудень 2007	1,454084	2,609919	2,1
Січень 2008	1,395269	3,731025	2,9
Лютий 2008	1,563803	3,293342	2,7
Березень 2008	2,627723	4,393277	3,8
Квітень 2008	1,717474	4,274393	3,1
Травень 2008	1,493451	1,554196	1,3
Червень 2008	0,865152	1,344447	0,8
Липень 2008	-0,24965	-1,48286	-0,5
Серпень 2008	0,249145	-0,48551	-0,1
Вересень 2008	0,536825	1,454189	1,1
Жовтень 2008	1,581963	1,630367	1,7
Листопад 2008	1,171248	1,54984	1,5
Грудень 2008	2,496061	2,144245	2,1
Січень 2009	4,250386	2,338772	2,9
Лютий 2009	2,36617	1,067973	1,5
Березень 2009	1,797172	0,888748	1,4
Квітень 2009	0,84582	1,019342	0,9
Травень 2009	0,399179	0,880692	0,5
Червень 2009	1,26903	0,75416	1,1
Липень 2009	0,439707	-0,49656	-0,1
Серпень 2009	0,423288	-0,96491	-0,2
Вересень 2009	1,260542	0,347406	0,8
Жовтень 2009	0,86305	0,772244	0,9
Листопад 2009	0,855285	1,35354	1,1
Грудень 2009	0,038933	1,560561	0,9
Січень 2010	0,986603	3,069035	1,8
Лютий 2010	1,273712	2,818173	1,9
Березень 2010	1,135351	0,71233	0,9
Квітень 2010	0,062288	-0,3685	-0,3
Травень 2010	0,13085	-0,99381	-0,6
Червень 2010	0,64625	-1,31314	-0,4
Липень 2010	-0,27943	-0,32057	-0,2
Серпень 2010	0,287979	1,513716	1,2
Вересень 2010	1,124934	3,804989	2,9
Жовтень 2010	0,051697	0,819796	0,5
Листопад 2010	0,254153	0,341939	0,3

Продовження табл. Ж.1

Грудень 2010	0,606884	0,887201	0,8
Січень 2011	0,690933	1,173147	1
Лютий 2011	0,821874	0,787146	0,9
Березень 2011	1,516831	1,304408	1,4
Квітень 2011	1,128059	1,531116	1,3
Травень 2011	1,048362	0,453686	0,8
Червень 2011	0,815635	0,194963	0,4
Липень 2011	-0,64196	-1,42816	-1,3
Серпень 2011	0,233133	-1,02023	-0,4
Вересень 2011	0,567102	-0,25996	0,1
Жовтень 2011	0,385464	-0,24759	0
Листопад 2011	-0,09457	0,168658	0,1
Грудень 2011	-0,00785	0,320322	0,2
Січень 2012	0,204192	0,287412	0,2
Лютий 2012	0,168163	0,305134	0,2
Березень 2012	0,348506	-0,02768	0,3
Квітень 2012	0,304851	-0,4802	0,0
Травень 2012	0,059059	-0,30017	-0,3
Червень 2012	0,320897	-0,15225	-0,3
Липень 2012	-0,24884	-0,43235	-0,2
Серпень 2012	-0,22394	-0,55912	-0,3
Вересень 2012	0,084768	-0,29672	0,1
Жовтень 2012	-0,02085	-0,4402	0,0
Листопад 2012	-0,38412	0,00457	-0,1
Грудень 2012	-0,11448	0,526578	0,2
Січень 2013	-0,1502	0,706493	0,2
Лютий 2013	-0,17454	-0,04266	-0,1
Березень 2013	0,071553	-0,23686	0
Квітень 2013	0,254323	0,037153	0
Травень 2013	0,077207	0,515981	0,1
Червень 2013	0,165233	0,380807	0
Липень 2013	0,015106	-0,35214	-0,1
Серпень 2013	-0,364810	-0,82265	-0,7
Вересень 2013	-0,075929	0,116401	0
Жовтень 2013	-0,101464	0,883523	0,4
Листопад 2013	-0,266059	0,569806	0,2
Грудень 2013	-0,231681	1,028672	0,5
Січень 2014	-0,102071	0,558461	0,2
Лютий 2014	0,064823	0,93631	0,6
Березень 2014	3,532855	1,55653	2,2
Квітень 2014	4,663420	2,724768	3,3
Травень 2014	2,8982	4,16281	3,8
Червень 2014	1,416208	1,131002	1
Липень 2014	0,518315	0,828613	0,4
Серпень 2014	1,560323	-0,05389	0,8
Вересень 2014	3,915186	2,211952	2,9
Жовтень 2014	3,017355	2,813538	2,4
Листопад 2014	1,892516	2,410379	1,9
Грудень 2014	2,724611	3,506654	3

*До попереднього місяця

Джерело: складено автором на основі даних Департаменту монетарної політики та економічного аналізу НБУ.

Equation: UNTITLED Workfile: ICP MODEL (X9)::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: Y
 Method: Least Squares
 Date: 05/24/15 Time: 15:44
 Sample (adjusted): 2008M03 2014M12
 Included observations: 28 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X2	0.039460	0.005806	6.796343	0.0000
X3	-1.819639	1.711546	-1.063155	0.3010
X4	-1.547385	0.536972	-2.881687	0.0096
X5	1.027950	0.365017	2.816171	0.0110
X6	-1.65E-05	2.66E-05	-0.621743	0.5415
X7	0.075199	0.044280	1.698271	0.1058
X8	0.271961	0.126771	2.145298	0.0451
X9	0.000221	8.22E-05	2.693900	0.0144
C	-10.63109	22.67309	-0.468886	0.6445

R-squared	0.973749	Mean dependent var	99.50000
Adjusted R-squared	0.962696	S.D. dependent var	13.14875
S.E. of regression	2.539595	Akaike info criterion	4.956978
Sum squared resid	122.5414	Schwarz criterion	5.385187
Log likelihood	-60.39770	Hannan-Quinn criter.	5.087886
F-statistic	88.09688	Prob(F-statistic)	0.000000

Рис. 3.1 Початкова лінійна модель

Equation: UNTITLED Workfile: ICP MODEL (X9)::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: Y
 Method: Least Squares
 Date: 05/23/15 Time: 17:44
 Sample (adjusted): 2007M03 2014M12
 Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X2	0.033801	0.004572	7.392819	0.0000
X5	0.858369	0.318794	2.692554	0.0120
X7	0.090153	0.039861	2.261679	0.0320
X9	0.000388	5.27E-05	7.364794	0.0000
C	-8.925389	7.422197	-1.202527	0.2396

R-squared	0.972299	Mean dependent var	94.76250
Adjusted R-squared	0.968196	S.D. dependent var	17.72430
S.E. of regression	3.160918	Akaike info criterion	5.282203
Sum squared resid	269.7679	Schwarz criterion	5.511224
Log likelihood	-79.51525	Hannan-Quinn criter.	5.358117
F-statistic	236.9263	Prob(F-statistic)	0.000000

Рис. 3.2 Скоригована лінійна модель

Equation: UNTITLED Workfile: ICP MODEL (X9)::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Ramsey RESET Test
Equation: UNTITLED
Specification: Y X2 X5 X7 X9 C
Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	4.582275	26	0.0001
F-statistic	20.99725	(1, 26)	0.0001
Likelihood ratio	18.94376	1	0.0000

F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	120.5259	1	120.5259
Restricted SSR	269.7679	27	9.991405
Unrestricted SSR	149.2421	26	5.740079
Unrestricted SSR	149.2421	26	5.740079

LR test summary:

Рис. 3.3 Перевірка правильності специфікації скоригованої лінійної моделі

Equation: EQ02 Workfile: ICP MODEL (X9)::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 05/22/15 Time: 23:57
Sample (adjusted): 2007M03 2014M12
Included observations: 32 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X2	0.034086	0.004055	8.407000	0.0000
X5	0.869230	0.286625	3.032640	0.0053
X7^2	0.000531	0.000192	2.763707	0.0102
LOG(X9)	38.95455	4.453633	8.746690	0.0000
C	-414.4974	46.84392	-8.848478	0.0000

R-squared	0.977413	Mean dependent var	94.76250
Adjusted R-squared	0.974066	S.D. dependent var	17.72430
S.E. of regression	2.854309	Akaike info criterion	5.078138
Sum squared resid	219.9712	Schwarz criterion	5.307159
Log likelihood	-76.25021	Hannan-Quinn criter.	5.154052
F-statistic	292.0894	Prob(F-statistic)	0.000000

Рис. 3.4 Остаточна нелінійна модель

Equation: EQ02 Workfile: ICP MODEL (X9)::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Ramsey RESET Test
Equation: EQ02
Specification: Y X2 X5 X7^2 LOG(X9) C
Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	1.605828	26	0.1204
F-statistic	2.578682	(1, 26)	0.1204
Likelihood ratio	3.026065	1	0.0819

F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	19.84822	1	19.84822
Restricted SSR	219.9712	27	8.147082
Unrestricted SSR	200.1230	26	7.697038
Unrestricted SSR	200.1230	26	7.697038

LR test summary:

	Value	df
Restricted LogL	-76.25021	27
Unrestricted LogL	-74.73717	26

Рис. 3.5 Перевірка правильності специфікації остаточної моделі

Equation: EQ02 Workfile: ICP MODEL (X9)::Untitled\

View Proc Object Print Name Freeze Estimate Forecast Stats Resids

Scaled Coefficients
Date: 05/22/15 Time: 23:59
Sample: 2007M01 2014M12
Included observations: 32

Variable	Coefficient	Standardized Coefficient	Elasticity at Means
X2	0.034086	0.442927	0.282983
X5	0.869230	0.152934	0.264455
X7^2	0.000531	0.119702	0.051215
LOG(X9)	38.95455	0.482606	4.775413
C	-414.4974	NA	-4.374066

Рис. 3.6 Аналіз еластичності

Додаток К

Припущення щодо значень незалежних факторів

Рік	Місяць	Курс долара (грн. за 100 дол. США)	Рівень доларизації економіки (%)	Рівень цін на нафту (дол. США за барель нафти марки Brent)	Обсяг зовнішнього боргу (млн. грн.)
2015	Січень	1581,27	35,83	49,40	125411,00
	Лютий	2447,99	52,16	61,70	124970,00
	Березень	2325,62	51,09	54,20	127300,60
	Квітень	2270,95	50,76	56,05	127722,00
	Травень	2163,00	48,11	55,08	129093,00
	Червень	2087,00	47,43	54,06	135018,00
	Липень	2089,00	47,50	53,70	134661,00
	Серпень	2217,00	46,72	49,00	135482,00
	Вересень	2151,00	45,88	53,00	136840,00
	Жовтень	2150,00	45,97	60,00	138218,00
	Листопад	2215,00	45,90	61,00	139056,00
	Грудень	2281,00	45,92	64,00	139251,00
2016	Січень	2349,00	45,36	67,00	139249,00
	Лютий	2419,00	45,11	70,00	139248,00
	Березень	2452,00	43,72	73,00	139245,00
	Квітень	2478,00	42,12	77,00	139245,00
	Травень	2544,00	42,08	81,00	139246,00
	Червень	2609,00	41,15	84,00	139240,00
	Липень	2645,00	40,60	83,00	139221,00
	Серпень	2684,00	37,33	82,00	139216,00
	Вересень	2756,00	37,65	82,00	139175,00
	Жовтень	2838,00	36,85	82,00	139103,00
	Листопад	2923,00	35,12	82,00	139014,00
	Грудень	3009,00	35,90	83,00	137664,00
2017	Січень	3078,00	32,80	84,00	137665,00
	Лютий	3088,00	30,61	84,00	137608,00
	Березень	3095,00	30,40	84,00	136025,00
	Квітень	3107,00	28,99	85,00	135823,00
	Травень	3118,00	28,92	86,00	132081,00
	Червень	3113,00	28,74	83,00	130093,00
	Липень	3108,00	27,22	85,00	128532,00
	Серпень	3005,00	27,18	91,00	126088,00
	Вересень	3214,00	27,10	96,00	123870,00
	Жовтень	3207,00	26,88	104,00	120093,00
	Листопад	3319,00	26,63	108,00	120067,00
	Грудень	3171,00	26,04	117,00	120009,00

Джерело: складено автором на основі [11; 16; 27; 67; 69; 91]